

Czy jest miejsce dla bodźców podatkowych dla przedsiębiorstw z sektora MŚP w rozwoju jakościowym rynku NewConnect?

Paweł Śliwiński*, Jacek Krawiec**, Tomasz Nowak***

Celem autorów jest analiza dotycząca możliwości wykorzystania bodźców podatkowych w procesie rozwoju rynku NewConnect, co powinno sprzyjać zwiększeniu dostępności finansowania pozabankowego dla przedsiębiorstw, a przez to zwiększeniu ich potencjału inwestycyjnego. W pracy zweryfikowano pozytywnie następujące hipotezy badawcze: (i) bodźce podatkowe mogą być ważnym czynnikiem sprzyjającym rozwojowi rynku kapitałowego dla MŚP, (ii) bodźce podatkowe są wykorzystywane na różnych rynkach giełdowych i sprzyjają ich rozwojowi, (iii) zastosowanie bodźców podatkowych do rozwoju rynku kapitałowego dla MŚP nie stanowiłoby istotnego zmniejszenia wpływów podatkowych dla budżetu państwa. Weryfikację postawionych hipotez przeprowadzono na podstawie: (i) analizy przeprowadzonych badań ankietowych, (ii) kwerendy informacji dotyczących badanego zagadnienia oraz (iii) analizy statystycznej sprawozdań finansowych spółek publicznych notowanych na rynku głównym GPW w Warszawie oraz na rynku NewConnect.

Artykuł może zapoczątkować dyskusję na temat możliwości zastosowania bodźców podatkowych dla MŚP jako instrumentu stymulującego rozwój jakościowy rynku NewConnect w kierunku rynku, na którym notowane będą spółki reprezentujące sektory innowacyjne oraz zyskowne spółki z pozostałych sektorów.

Słowa kluczowe: NewConnect, luka kapitałowa, MŚP, rynek kapitałowy, bodźce podatkowe.

Nadesłany: 13.11.17 | Zaakceptowany do druku: 04.03.18

Is there a place for tax incentives for SMEs in the qualitative development of the NewConnect market?

The aim of the article is to analyze the possibility of the usage of tax incentives in the NewConnect market development process, which should increase access to non-bank financing by companies, and thus increasing their investment potential. The following research hypotheses were positively verified in the article: (i) tax incentives can be an important factor favouring the development of the capital market for SMEs, (ii) tax incentives are already used in different capital markets for SMEs and support their development, (iii) the application of the tax incentives for SMEs capital market would not constitute significant reduction in the state budget's tax revenues in Poland.

* **Paweł Śliwiński**, dr hab., prof. nadzw. UEP – Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Katedra Finansów Międzynarodowych.

** **Jacek Krawiec**, mgr – Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Katedra Finansów Międzynarodowych.

*** **Tomasz Nowak**, mgr – Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Katedra Finansów Międzynarodowych.
Adres do korespondencji: Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Katedra Finansów Międzynarodowych, Aleja Niepodległości 10, 61-875 Poznań; e-mail: pawel.sliwinski@ue.poznan.pl.

The verification of the hypotheses was based on: (i) analysis of conducted surveys among listed and unlisted companies in Poland, (ii) querying information delivered by stock exchanges worldwide regarding the analyzed issue and (iii) statistical analysis of companies' financial statements of public companies, quoted on the main market of the Warsaw Stock Exchange and on the NewConnect market. The article may initiate a discussion on the possibilities of using tax incentives for SMEs as an instrument to stimulate the qualitative development of the NewConnect towards the market on which innovative and profitable companies will be listed.

Keywords: NewConnect, SMEs, capital market, tax incentives.

Submitted: 13.11.17 | Accepted: 04.03.18

JEL: G24, H25

1. Wstęp. Miejsce ASO w wypełnianiu luki kapitałowej w sektorze MŚP

Spółki z sektora MŚP¹ pełnią ważną funkcję w polskiej gospodarce. Na ich rolę wskazuje nie tylko dominujący udział w strukturze przedsiębiorstw aktywnych w Polsce, wynoszący w 2015 r. 99,8%, lecz także wysoki udział w strukturze liczby pracujących w przedsiębiorstwach (69,1%), przychodach wypracowywanych przez przedsiębiorstwa (55,8%), wartości dodanej w gospodarce (68,1%) oraz w wpływach z eksportu (30,1%)².

W dokumencie rządowym przyjętym w 2017 r. pt. *Strategia na rzecz odpowiedzialnego rozwoju* (Strategia, 2017) poza podkreśleniem bardzo dużej roli przedsiębiorstw z sektora MŚP dla polskiej gospodarki, wskazano również na wiele problemów, przed którymi stoją MŚP, a zwłaszcza na bardzo silne rozdrobnienie i dominację w sektorze MŚP najmniejszych podmiotów oraz na niską innowacyjność przedsiębiorstw (szczególnie MŚP) – tylko 13% MŚP wprowadza innowacje (wobec 31% w Europie). Bardzo dużym problemem jest również ograniczony dostęp MŚP do kapitału, który w literaturze przedmiotu analizowany jest w kontekście tzw. luki kapitałowej³.

Niwelowaniu luki kapitałowej sprzyja rozwój rynku finansowego, który ułatwia transfer kapitału między podmiotami posiadającymi nadwyżki finansowe (oszczędności) a podmiotami gospodarczymi odczuwającymi niedobór środków finansowych. Jednym ze sposobów wspierania dostępu MŚP do kapitału oraz w konsekwencji wspierania inwestycji w prace badawczo-rozwojowe i wdrażania ich wyników jest

sprzyjanie rozwojowi rynków giełdowych dedykowanych MŚP. W ciągu ostatnich kilkunastu lat wiele krajów podjęło inicjatywę utworzenia kanału dostępu do kapitału udziałowego dla MŚP przez utworzenie i rozwój im dedykowanych giełd, funkcjonujących najczęściej w formie tzw. alternatywnych systemów obrotu (ASO)⁴. Harwood i Konidaris (2015) wskazują, że przykładami sukcesów w krajach rozwiniętych są: Alternative Investment Market (AIM) w Wielkiej Brytanii, TSX Venture Exchange (TSXV) w Kanadzie oraz Australian Securities Exchange (ASX) w Australii. Z kolei w krajach rozwijających się sukcesy odniosły GreTai Securities Market w Republice Chińskiej (Tajwan) oraz NewConnect w Polsce. Oczekiwanym efektem rozwoju ASO jest zwiększenie dostępności finansowania w postaci emisji kapitału udziałowego (akcje) oraz dłużnego (obligacje) dla przedsiębiorstw przez wykorzystanie mechanizmów rynku kapitałowego umożliwiających transfer nadwyżek finansowych od podmiotów je posiadających do podmiotów gospodarczych z deficytem środków pieniężnych.

Celem artykułu jest analiza możliwości wykorzystania bodźców podatkowych w procesie rozwoju rynku NewConnect, co powinno sprzyjać zwiększeniu dostępności finansowania pozabankowego dla przedsiębiorstw, a przez to zwiększeniu ich potencjału inwestycyjnego. W pracy sformułowano następujące hipotezy badawcze. **Hipoteza pierwsza [H1]:** bodźce podatkowe mogą być ważnym czynnikiem sprzyjającym rozwojowi rynku kapitałowego dla MŚP. **Hipoteza druga [H2]:** bodźce podatkowe są wykorzystywane na różnych rynkach giełdowych i sprzyjają ich rozwojowi. **Hipoteza trzecia [H3]:** zastosowanie bodź-

ców podatkowych do rozwoju rynku kapitałowego dla MSP nie stanowiłoby istotnego zmniejszenia wpływów podatkowych dla budżetu państwa.

Weryfikację postawionych hipotez przeprowadzono z wykorzystaniem następujących narzędzi: [H1] – analiza badań ankietowych przeprowadzonych przez Światową Federację Giełd w 2016 r. wśród zagranicznych spółek sektora MŚP oraz badania ankietowe własne przeprowadzone w 2017 r. wśród notowanych i nienotowanych spółek w Polsce, [H2] – kwerenda informacji dotyczących badanego zagadnienia (literatura przedmiotu oraz strony internetowe giełd umożliwiające notowania spółek MŚP), [H3] – analiza statystyczna sprawozdań finansowych spółek MŚP notowanych na rynku głównym GPW w Warszawie oraz na rynku NewConnect.

Niniejsza praca stanowi wstęp do szerszych badań dotyczących warunków rozwoju rynku NewConnect w kierunku rynku niwelującego zjawisko luki kapitałowej w sektorze MSP w Polsce, które to badania autorzy zamierzają przeprowadzić w 2018 roku.

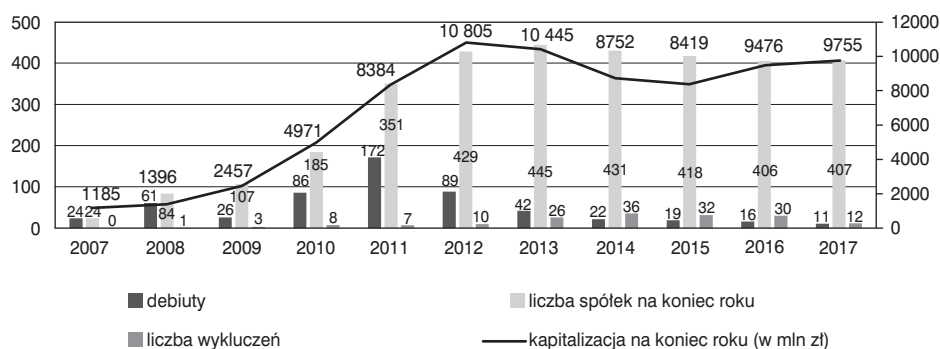
2. Dwuetapowy rozwój rynku NewConnect i jego krótka charakterystyka

Rynek NewConnect jest największą alternatywną platformą w Europie Środkowo-Wschodniej. Rozwój tego rynku jest

uważany, również za granicą, za duży sukces (np. Harwood, Konidaris 2015, WFE 2017). Według Harwooda i Konidaris (2015) na sukces NewConnect składają się m.in.: (i) dobry czas jego uruchomienia, (ii) dynamiczna baza MŚP w Polsce, (iii) silna baza inwestorów indywidualnych, (iv) właściwe, a przy tym nieuciążliwe, otoczenie regulacyjne, (v) dobrze zorganizowane środowisko autoryzowanych doradców wspierających spółki podczas debiutu oraz przez okres co najmniej 3 lat po debiucie oraz (vi) świadomość i chęć przeciwdziałania pojawiającym się dysfunkcjom.

NewConnect rozpoczął swoją działalność 30 sierpnia 2007 r. jako rynek, którego organizatorem oraz prowadzącym jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Do końca września 2017 r. zadebiutowało na nim 569 spółek, które pozyskały przed wejściem na rynek 1,62 mld złotych⁵. W ciągu 10 lat jego funkcjonowania 59 spółek zmieniło rynek notowań, przechodząc na rynek regulowany GPW w Warszawie (jedną z barier wejścia na ten rynek jest posiadanie kapitalizacji w wysokości co najmniej 15 mln euro, a w przypadku przejścia z rynku NewConnect – 12 mln euro). Na dzień 30 września 2017 r. notowanych na tym rynku było 407 spółek. Wybrana charakterystyka rynku NewConnect zamieszczona jest na rysunku 1.

Rysunek 1. Charakterystyka struktury rynku NC w latach 2007–30.09.2017



Źródło: opracowanie własne na podstawie www.newconnect.pl

Jakie przedsiębiorstwa przyciągał rynek NewConnect⁶? 65,8% to przedsiębiorstwa mikro, 32,9% – małe i średnie. Zdecydowana większość to spółki krajowe (tylko

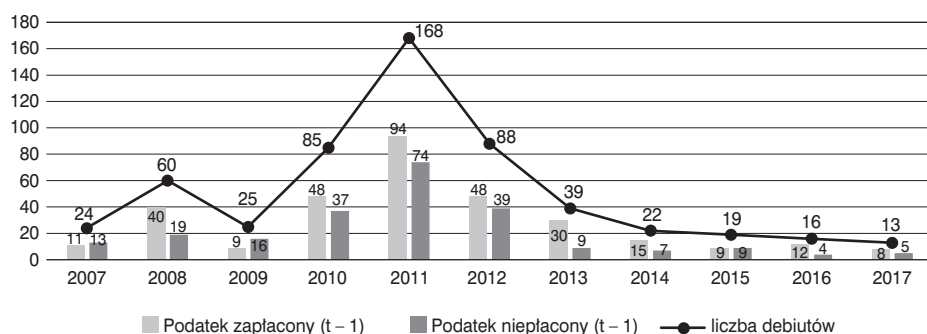
13 z nich to spółki zagraniczne). Najwięcej spółek pochodziło z województwa mazowieckiego (38,5%), dolnośląskiego (13,1%) i śląskiego (13,1%), a najmniej reprezen-

owane były województwa: podkarpackie, podlaskie, lubelskie i lubuskie (łącznie te 4 województwa dały mniej niż 3% debiutantów). 48,6% emitentów na dzień debiutu kwalifikowanych było do branży innowacyjnej, a spośród wszystkich branż najczęściej spółek reprezentowało handel (82), 68 – usługi inne, 53 – informatykę, 51 – usługi finansowe, 49 – technologie. 89,8% przeprowadziło ofertę nowych akcji poprzedzającą debiut giełdowy. Spośród wszystkich ofert tylko 19 (3,9%) to oferty publiczne, pozostałe to oferty przeprowadzone w trybie prywatnym. Aż 40,7% emi-

tentów przeprowadziło oferty w granicach od 100 tys. do 1 mln PLN. Ofert powyżej 10 mln PLN było tylko 7%.

W odniesieniu do tematyki niniejszego opracowania ważny jest podział na spółki, które na rok przed debiutem zapłaciły lub nie zapłaciły podatku od dochodów przedsiębiorstw (CIT). W latach 2007–30.09.2017 łącznie 324 spółki (58%) płaciły podatki w roku poprzedzającym swój debiut wobec 232, tych, które podatku CIT nie zapłaciły. Szczegółowe informacje z podziałem na kolejne lata zamieszczone są na rysunku 2.

Rysunek 2. Debiuty w podziale na spółki płacące i niepłacące podatku CIT w roku poprzedzającym (t-1) debiut na NewConnect



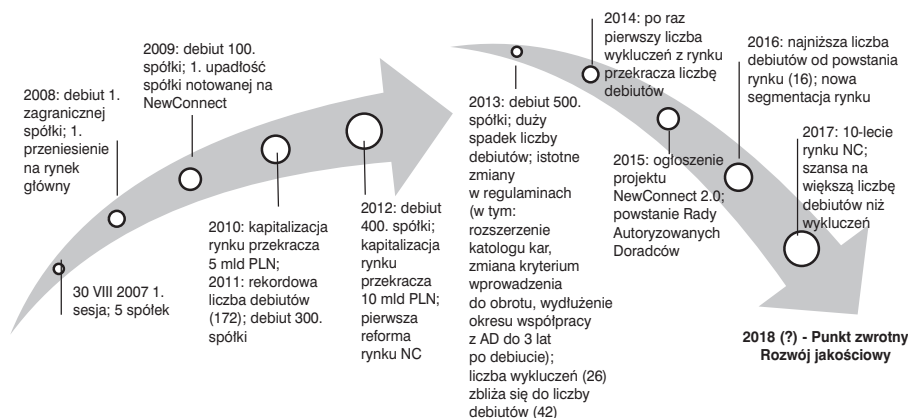
Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych wykonanej przez Notoria S.A.

W rozwoju rynku NewConnect zauważyć można dwa okresy: pierwszy, trwający od 2007 do 2012 r. (rozwój ilościowy), charakteryzował się bardzo dużą dynamiką wzrostu liczby debiutantów i stosunkowo małą liczbą wykluczeń⁷ (nie większą niż 10 rocznie). W 2013 r. wprowadzono aż 42 spółki zadebiutowały na rynku, ale też aż 26 zostało wykluczonych z obrotu. W kolejnych latach (2013–30.09.2017) liczba wykluczeń przewyższała liczbę debiutów (okres korekty jakościowej). Dwuetapowy rozwój rynku NewConnect, uwzględniający najważniejsze wydarzenia, został przedstawiony w sposób graficzny na rysunku 3.

W roku 2012 rynek NewConnect stanął wobec problemu weryfikacji prowadzonego modelu funkcjonowania. Wobec coraz częściej pojawiających się problemów reputacyjnych, związanych z niewłaściwym

funkcjonowaniem niektórych spółek i autoryzowanych doradców, w 2012 i 2013 r. przeprowadzono istotne zmiany w zakresie funkcjonowania rynku⁸, m.in.: zwiększono wymogi stawiane przyszłym emitentom, zaostrzono kryteria wprowadzenia do obrotu, zwiększono rolę i odpowiedzialność autoryzowanych doradców oraz zwrócono uwagę na wypełnianie przez spółki obowiązków informacyjnych. Posunięcia te skutkowały niewpuszczaniem na rynek oraz wykluczaniem z rynku wątpliwej jakości emitentów. Obecnie po znacznym uporządkowaniu rynku, organizator ASO stoi przed wyzwaniem, w jaki sposób rozwijać dalej NewConnect. Można to zrobić przez przyciągnięcie na rynek kapitałowy nowych, dobrych pod względem ilościowym (dobre wyniki finansowe) i jakościowym (eliminacja działań nieetycznych) emitentów.

Rysunek 3. Dwie fazy rozwoju rynku NewConnect w Polsce: rozwój ilościowy w latach 2007–2012 i korekta jakościowa w latach 2013–2017



Źródło: opracowanie własne.

3. Identyfikacja najważniejszych czynników wpływających na rozwój rynku kapitałowego dla MŚP – wyniki badań ankietowych przeprowadzonych wśród przedsiębiorstw

W lutym 2017 r. Światowa Federacja Giełd (*World Federation of Exchanges*) opublikowała wyniki badań dotyczących miejsca rynków kapitałowych w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw (WFE, 2017). Wśród wielu pytań zadanych notowanym i nienotowanym spółkom z sektora MŚP w grupie badawczej (Kanada, Chiny, Meksyk, Nigeria i Republika Południowej Afryki) znalazły się pytania dotyczące identyfikacji najważniejszych czynników wpływających na rozwój rynku kapitałowego dla małych i średnich przedsiębiorstw. Na przełomie października i listopada br. zadaliśmy te same pytania polskim spółkom notowanym lub dopuszczającym możliwość notowań na rynku NewConnect. W badaniu poproszono o wskazanie, które z podanych w ankiecie 15 punktów (pytania w naszej ankiecie oraz w ankiecie WFE były takie same) są ważne dla rozwoju rynku kapitałowego dla MŚP. Wyniki ankiety zostały zamieszczone w tabeli 1.

Dla notowanych spółek, zarówno w Polsce, jak i za granicą, najważniejszymi czynnikami dla rozwoju rynku kapitałowego są: poprawa przepisów prawnych oraz niskie koszty bycia spółką giełdową. W ankietach nie sprecyzowano (wzorem ankiety WFE), które przepisy prawne powinny

być zdaniem spółek poprawione: czy te na poziomie ogólnogospodarczym, czy te dotyczące regulacji giełdowych. W przypadku polskich spółek wywiady pogłębione wykazały obszary wymagające zmian głównie w regulacjach prawnych na poziomie ogólnogospodarczym⁹. Dotyczy to przede wszystkim kwestii podatków i mającego *de facto* miejsce ich podwyższenia (nie przez zwiększenie stawek podatkowych, ale przez zmiany w przepisach szczegółowych i w ich interpretacji, np. zawężanie przypadków wyłączeń, a w przypadku podwyższania kapitału akcyjnego zaliczanie podatku od wartości całego aportu – a nie tylko od wartości nominalnej, czy traktowanie przez część Urzędów Skarbowych kompensaty jako aportu). W przypadku spółek niepublicznych z sektora MŚP dopuszczających w przyszłości swoje upublicznienie najistotniejszymi czynnikami warunkującymi rozwój rynku kapitałowego są: wsparcie merytoryczne i finansowe upublicznienia spółki oraz niskie koszty bycia spółką giełdową (obydwa badania) oraz w przypadku badań WFE: uproszczone obowiązki informacyjne, a w przypadku badań wśród polskich spółek: zachęty podatkowe dla przedsiębiorstw oraz inwestorów.

Co ciekawe, najmniej ważne z punktu widzenia notowanych spółek MŚP w obydwu badanych grupach było pokrycie analityczne, które z punktu widzenia inwestorów jest z kolei bardzo ważne (odrębne badanie WFE; WFE 2017). Podobne wyniki uzyskano w obydwu grupach spółek nienotowanych. Zastanowić się można nad

stosunkowo niską oceną pytania o większą aktywność inwestorów na rynku. W kontekście pytania dotyczącego większego

pokrycia analitycznego może to sugerować niski poziom współpracy emitentów z inwestorami.

Tabela 1. Odpowiedzi na zadane w ankiecie pytanie: „Proszę wskazać, które z poniżej podanych punktów są ważne dla rozwoju rynku kapitałowego dla MŚP (małych i średnich przedsiębiorstw)”

	Zagranica		Polska	
	Nienotowane	Notowane	Nienotowane	Notowane
Poprawa przepisów prawnych	3,02	3,29	2,85	3,40
Wsparcie merytoryczne i finansowe upublicznienia spółki	3,27	3,11	3,46	2,57
Edukacja przedsiębiorców w zakresie finansów	2,66	3,08	3,15	2,40
Edukacja inwestorów w zakresie finansów	2,68	2,94	3,08	2,46
Uproszczona procedura wejścia na rynek giełdowy	3,56	3,12	3,23	2,69
Poprawa płynności obrotów	2,78	3,02	3,08	3,29
Pokrycie analityczne spółek giełdowych	2,61	2,77	2,85	2,46
Zachęty podatkowe dla inwestorów	2,93	3,05	3,54	3,23
Zachęty podatkowe dla spółek	2,80	3,02	3,46	3,17
Możliwość szybkiego pozyskania dodatkowego kapitału	3,10	3,17	3,31	3,14
Wysoka jakość usług doradczych na rynku giełdowym	3,17	3,03	3,15	3,00
Niskie koszty bycia spółką giełdową	3,24	3,20	3,38	3,37
Uprozczone obowiązki informacyjne	3,39	3,14	3,00	3,26
Więcej inwestorów indywidualnych	2,90	2,68	2,69	3,11
Więcej inwestorów instytucjonalnych	2,68	2,94	2,62	3,09
Odpowiedzi	41	65	13	35

Spółki zostały poproszone o ocenę znaczenia wyżej wymienionych punktów w skali od 1 do 4, gdzie 1 to „w ogóle bez znaczenia”, 2 to „małe znaczenie”, 3 to „ważne”, 4 to „bardzo ważne”.

Źródło: opracowanie na podstawie WFE (2017) oraz badań własnych.

Analiza tabeli 1 przynosi wiele innych ważnych spostrzeżeń, ale z racji objętości artykułu zostaną one zaprezentowane w odrębnej pracy. Dla nas najważniejsze dotyczą percepcji zachęt podatkowych dla spółek (głównie dotyczących zmniejszenia CIT oraz podatku od dywidendy) w kontekście rozwoju rynku kapitałowego dla MŚP. W badaniu przeprowadzonym wśród spółek polskich zachęty podatkowe dla spółek zostały uznane za ważne zarówno w grupie spółek nienotowanych (3,46), jak i w grupie spółek notowanych (3,17). Również w badaniu WFE spółki notowane uznały ulgi podatkowe za ważny czynnik

sprzyjający rozwojowi rynku giełdowego dla MŚP (3,02), z kolei dla spółek nienotowanych czynnik ten miał mniejsze znaczenie. Co ciekawe, we wszystkich badanych grupach wyższe (choć nieznacznie) wagi zostały przypisane zachętom podatkowym dla inwestorów. Może to wynikać z postrzegania giełdy jako miejsca na szybkie pozyskiwanie niezbędnego do rozwoju dodatkowego kapitału udziałowego. Troska o inwestorów wynika z tego, że bez ich zaangażowania finansowego byłoby to niemożliwe. W kontekście odpowiedzi na inne pytania może jednak dziwić to, że emitenci bardziej widzą korzyści dla inwestorów,

gdy są one oferowane ze strony państwa (ulgi podatkowe), aniżeli gdy wynikają one z samej współpracy między emitentem a inwestorem.

4. Zastosowanie bodźców podatkowych w celu przyciągnięcia przedsiębiorstw MŚP na rynek kapitałowy – przegląd rozwiązań stosowanych na rynkach giełdowych

Najpopularniejszą zachętą podatkową stosowaną przez lokalnego ustawodawcę w celu zachęcenia spółek do wejścia na rynek kapitałowy jest czasowe lub stałe obniżenie podatku CIT (ulgi podatkowe) dla spółek z sektora MŚP, które są przedmiotem notowań na regulowanym lub nieregulowanym rynku giełdowym. Przykłady takich rozwiązań przedstawiono w tabeli 2.

Wykorzystanie ulg podatkowych w celu przyciągnięcia emitentów na rynek kapitałowy stosowane było z reguły w momencie powstawania niektórych rynków dedykowanych dla MŚP. Celem było osiągnięcie w jak najszybszym czasie odpowiedniej liczby emitentów, tak ażeby rynki dedyko-

wane tej grupie przedsiębiorstw uzyskały krytyczną masę z uwagi na: (i) efekt marketingowy (promocja giełdy i rynku kapitałowego dla MŚP), (ii) efekt ekonomiczny (pokrycie kosztów organizacji i funkcjonowania rynku dla MŚP) oraz (iii) efekt grawitacyjny (większa liczba notowanych spółek przyciąga na rynek kapitałowy inne spółki). Tak było na przykład w Wietnamie, gdzie w latach 2004–2006 obowiązywała 50% redukcja w podatku CIT (którego stawka wynosiła wówczas 28%). Niektóre rozwiązania ulegały zmianom w czasie. W przypadku rynku Mai w Tajlandii (rynek funkcjonuje w ramach giełdy SET) ulgi podatkowe wprowadzane zostały w 2001 roku. W latach 2001–2006 wynosiły one 10 punktów procentowych względem obowiązujących stawek podatku CIT w ciągu 5 lat poprzedzających IPO (20% zamiast 30%, dla rynku głównego było to 25% zamiast 30%). W latach 2007–2009 obniżono okres obowiązywania ulgi podatkowej do trzech lat od przeprowadzenia IPO. Wraz z obniżeniem w 2010 r. podatku CIT dla wszystkich spółek płacących podatek dochodowy do 20% zrezygnowano z ulg podatkowych dla przedsiębiorstw wybierających się na giełdę.

Tabela 2. Ulgi w podatku dochodowym od osób prawnych w przypadku spółek notowanych na wybranych giełdach

Kraj	Stawka nominalna	Stawka pomniejszona
Kambodża	20%	10%, na okres trzech lat od pierwszej oferty publicznej
Fidżi	20%	10%
Mjanma	25%	20%
Kenia	30% dla rezydentów 37,5% dla nierezydentów	27%, na okres trzech lat od pierwszej oferty publicznej dla spółek, które z co najmniej 27% wyemitowanego kapitału akcyjnego mają notowane na giełdzie; 25%, na okres pięciu lat od pierwszej oferty publicznej dla spółek, które z co najmniej 30% wyemitowanego kapitału akcyjnego mają notowane na giełdzie; 20%, na okres pięciu lat od pierwszej oferty publicznej dla spółek, które z co najmniej 40% wyemitowanego kapitału akcyjnego mają notowane na giełdzie
Maroko	31%	15,5%, na okres trzech lat od pierwszej oferty publicznej
Pakistan	31%	26,4%, na okres dwóch lat od pierwszej oferty publicznej

Źródło: Schellhase (2017), strony internetowe giełd, <https://www.aseanlip.com/myanmar/tax/news/ysxlisted-firms-to-enjoy-5-per-cent-tax-reduction/AL19218> (dostęp 05.11.2011).

Największe przywileje podatkowe dla MŚP wprowadzono na Jamajce. Przy spełnieniu stosownych warunków (np. konieczność bycia spółką notowaną przez co najmniej 15 lat od daty wprowadzenia do obrotu giełdowego) notowanie akcji na rynku adresowanym do MŚP (Junior Market) upoważnia do 100% zwolnienia z podatku CIT przez 5 lat od dnia wprowadzenia do obrotu giełdowego oraz 50% zwolnienia przez okres kolejnych 5 lat¹⁰.

Niektóre kraje, poza ulgami w CIT, wprowadzają również inne zachęty podatkowe. Na przykład notowanie na South Pacific Stock Exchange na Fidżi umożliwia zwolnienie z opodatkowania dywidendy oraz odpisanie 150% kosztów związanych z upublicznieniem spółki poniesionych w ciągu roku przed jej upublicznieniem¹¹.

5. Analiza rynku giełdowego w Polsce pod kątem płaconego przez spółki podatku dochodowego

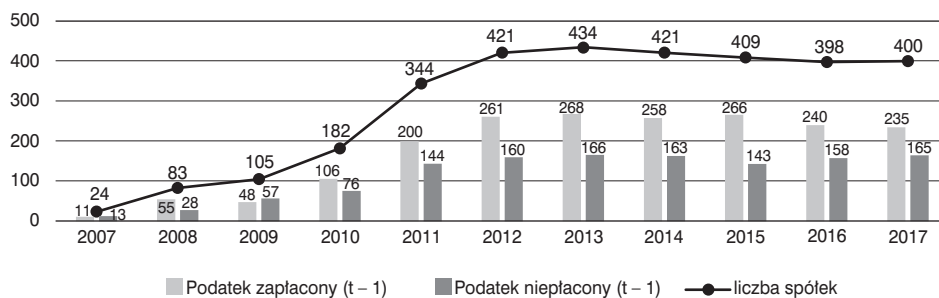
W badaniu wykorzystane zostały dane zawarte w bazie wykonanej przez Notoria S.A. zawierającej sprawozdania finansowe wszystkich spółek, których akcje były kiedykolwiek notowane na rynku głównym GPW oraz na rynku alternatywnym. Z analizy wykluczone zostały spółki zagraniczne. Wynika to z założenia, że większość z nich nie płaci podatku dochodowego w Polsce.

W analizie wykorzystane zostały również dane Narodowego Banku Polskiego oraz Ministerstwa Finansów.

Liczbę spółek, których akcje były notowane na NewConnect, w podziale na płacące i niepłacące podatków przedstawiono na rysunku 4. Analiza rysunku wskazuje, że rok 2008 był rekordowy pod względem liczby spółek płacących podatek dochodowy w poprzedzającym roku. Odsetek ten wyniósł 66%. Niewątpliwie miało to związek z bardzo dobrą koniunkturą w roku 2007. Średnio w latach 2006–2016 58% spółek notowanych na NewConnect płaciło podatek dochodowy.

Wyniki finansowe spółek notowanych na głównym rynku GPW i na rynku NewConnect z podziałem na przedsiębiorstwa mikro, małe, średnie i duże¹² przedstawione zostały w tabelach 3 i 4. Ich analiza wskazuje, że zdecydowanie najważniejszym segmentem na głównym rynku GPW są spółki duże, a na NewConnect spółki małe, które przeciętnie generowały niemal połowę przychodów generowanych przez wszystkie spółki notowane na tym rynku. Spółki te osiągały przeciętnie niemal identyczny udział w wygenerowanym zysku netto, zapłaconym podatku dochodowym i wypłaconej dywidendzie. W przypadku głównego rynku i dużych spółek udziały te wynosiły blisko 95%. Nie ma więc wątpliwości, że NewConnect można określić rynkiem dla mikro, małych i średnich spółek.

Rysunek 4. Spółki w poszczególnych latach w podziale na płacące i niepłacące podatków



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych wykonanej przez Notoria S.A.

Wartość podatku dochodowego zapłaconego przez spółki notowane na NewConnect w 2016 r. wyniosła 72,69 mln PLN. Mimo względnie stabilnej liczby spółek w ostatnich latach skala ich działalności i płaconych podatków dynamicznie rosła. Dynamika wzrostu podstawowych wskaźników finansowych w przypadku spółek notowanych na głównym rynku GPW była znacznie niższa. Skala działalności spółek z rynku głównego była jednak nieporównywalnie większa. Co ciekawe, mikro i małe spółki notowane na rynku głównym osiągały niższe przychody niż spółki tej samej kategorii notowane na NewConnect. Płacony przez nie podatek dochodowy miał jednak znacznie większą wartość. Może to wynikać ze znacznie większej rentowności prowadzonej przez nie działalności (rentowność sprzedaży w latach 2006–2016 wyniosła 21% dla mikro i małych spółek notowanych na głównym rynku, wobec 5,1% dla spółek notowanych na NewConnect) oraz z większej skłonności tych spółek do wykazywania zysku w sprawozdaniu finansowym.

Notowane na NewConnect spółki, w latach 2007–2017 przeznaczały między 12% a 25% zysku netto na dywidendy. Maksymalna ich wartość wyniosła 62,8 mln PLN w 2014 roku. Wartość podatku od dywidendy zapłaconego w tym roku to 11,9 mln PLN, z kolei w 2016 r. wyniosła 8,55 mln PLN. Podobnie jak w przypadku podatku dochodowego spółki z sektora

MŚP notowane na GPW wypracowały znacznie większe zyski netto i przeznaczały w ostatnich pięciu latach między 31% a 54% zysku netto na dywidendy. Spółki te wypłaciły znacznie większe dywidendy (w 2016 r. – 1,2 mld PLN) oraz zapłaciły większy podatek od dywidend niż spółki notowane na NewConnect (w 2016 r. 225 mln PLN).

Średnia wartość podatku dochodowego zapłaconego przez wszystkie spółki kapitałowe w Polsce w latach 2006–2016 wyniosła niespełna 31 mld PLN (Ministerstwo Finansów, <http://www.finanse.mf.gov.pl/budzet-panstwa/wplywy-budzetowe>, dostęp: 10.11.2017). Podatki płacone przez spółki notowane na NewConnect (bez względu na ich wielkość) stanowiły jedynie niewiele więcej niż promil tej wartości (tabela 5). Jednocześnie spółki notowane na głównym rynku GPW płaciły przeciętnie niemal 25% podatku płaconego przez wszystkie spółki. Statystyka ta pozwala na stwierdzenie bardzo dużej roli, jaką odgrywają spółki notowane na GPW w polskiej gospodarce. Oczywiście, zdecydowaną większość tej wartości stanowią podatki płacone przez duże spółki. Udział spółek sklasyfikowanych jako mikro, małe średnie w płaconym podatku dochodowym wynosił w latach 2006–2016 przeciętnie jedynie 1,25%, w tym przez spółki notowane na NewConnect to zaledwie 0,14%.

Tabela 3. Wyniki finansowe spółek notowanych na NewConnect w latach 2006–2016 (w mln PLN)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Przychody	421,14	735,55	1 884,90	2 627,78	3 593,09	4 940,79	6 260,38	6 839,70	7 375,12	9 010,99	11 289,65
mikro	109,68	172,09	386,39	620,57	734,45	821,60	895,61	874,54	954,42	982,11	776,23
małe	214,98	354,52	855,70	1411,33	1917,52	2339,11	2912,18	2893,04	3987,93	3769,76	3 687,09
średnie	96,48	208,94	642,81	595,88	941,11	1780,08	2452,60	3072,11	2432,77	4259,12	3 673,27
duże	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	3 153,06
Wynik finansowy	22,19	49,65	6,48	44,66	160,76	-5,33	-170,75	-112,66	-142,41	-165,73	-90,74
mikro	4,30	25,31	-19,22	-19,36	51,08	-164,21	-152,94	-192,09	-102,65	-227,89	-228,29
małe	5,46	12,21	19,18	46,84	71,73	101,00	-46,27	22,82	-83,86	-7,01	54,35
średnie	12,43	12,13	6,52	17,18	37,96	57,88	28,46	56,61	44,10	69,16	48,17
duże	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	35,03
Zysk netto	28,54	58,38	74,12	131,82	219,56	234,46	190,67	257,88	270,95	323,88	339,65
mikro	9,32	32,48	26,57	37,57	101,72	60,66	49,92	82,30	105,17	106,86	78,01
małe	6,80	13,77	37,27	74,72	79,88	114,55	98,43	111,15	113,15	142,89	146,99
średnie	12,43	12,13	10,28	19,53	37,96	59,25	42,31	64,43	52,62	74,12	79,62
duże	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	35,03
Dywidenda	18,74	12,94	16,32	16,02	28,11	35,64	47,77	44,55	62,78	57,37	45,00
mikro	2,26	3,00	2,38	4,32	5,26	5,53	12,87	16,94	16,09	9,57	12,78
małe	0,12	1,49	4,67	9,44	19,92	24,83	28,24	18,20	27,94	24,26	18,48
średnie	16,36	8,45	9,28	2,27	2,92	5,29	6,66	9,42	18,75	23,54	13,75
duże	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Podatek	5,90	15,16	17,04	30,67	43,99	57,98	54,87	59,69	62,39	68,12	72,69
mikro	1,10	7,67	6,36	9,05	14,36	15,72	13,89	17,44	21,22	18,67	14,01
małe	1,61	3,37	7,94	16,01	19,35	26,56	27,44	26,62	28,95	33,07	33,05
średnie	3,19	4,13	2,75	5,61	10,29	15,71	13,53	15,63	12,21	16,39	18,09
duże	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	7,53

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych wykonanej przez Notoria S.A.

Tabela 4. Wyniki finansowe spółek notowanych na GPW w latach 2006–2016 (w mln PLN)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Przychody	284,73	346,76	391,54	367,79	425,35	500,19	548,06	537,14	532,75	520,80	520,06
mikro	0,61	0,14	0,31	0,05	0,13	0,86	0,32	0,16	0,11	0,14	0,10
małe	2,77	2,73	2,59	2,21	2,02	2,21	2,76	2,46	2,11	1,75	2,09
średnie	11,18	12,51	14,83	16,52	19,16	19,47	20,24	22,95	20,63	19,37	20,73
duże	270,17	331,38	373,81	349,01	404,04	477,65	524,74	511,56	509,89	499,54	497,14
Wynik finansowy	27,93	38,57	22,24	20,90	37,52	50,89	30,96	36,19	30,04	15,60	30,41
mikro	0,16	0,10	-0,41	-0,18	0,06	-0,12	-0,43	-0,17	-0,46	-0,19	-0,16
małe	0,22	0,63	0,10	-0,24	0,42	0,10	-0,34	-0,02	0,06	0,05	-0,04
średnie	0,79	1,20	0,27	0,11	1,16	1,45	0,73	1,67	2,04	1,86	1,19
duże	26,77	36,64	22,28	21,21	35,88	49,46	31,01	34,71	28,39	13,88	29,43
Zysk netto	28,81	39,15	28,01	26,33	38,64	54,19	40,44	39,15	41,22	34,15	40,37
mikro	0,17	0,11	0,07	0,06	0,19	0,10	0,15	0,24	0,19	0,24	0,22
małe	0,29	0,68	0,21	0,23	0,50	0,23	0,30	0,27	0,66	0,43	0,40
średnie	0,83	1,23	0,91	1,12	1,60	2,27	1,77	2,22	2,59	2,32	2,09
duże	27,52	37,14	26,82	24,92	36,35	51,59	38,22	36,41	37,78	31,16	37,66
Dywidenda	10,42	11,33	11,82	21,72	12,36	18,74	23,14	21,74	19,51	18,44	17,76
mikro	0,01	0,03	0,03	0,00	0,00	0,07	0,00	0,01	0,11	0,02	0,02
małe	0,05	0,06	0,04	0,05	0,03	0,05	0,12	0,09	0,12	0,17	0,25
średnie	0,08	0,14	0,18	0,22	0,34	0,39	1,08	1,03	0,84	1,34	0,92
duże	10,28	11,10	11,57	21,45	11,99	18,22	21,93	20,61	18,43	16,91	16,57
Podatek	6,77	7,36	6,56	5,48	7,48	9,54	8,30	7,34	6,91	6,61	9,86
mikro	0,02	0,03	0,01	0,00	0,03	0,03	0,03	0,03	0,01	0,03	0,01
małe	0,05	0,10	0,04	0,04	0,05	0,07	0,05	0,08	0,08	0,06	0,09
średnie	0,18	0,26	0,22	0,28	0,32	0,27	0,26	0,26	0,24	0,26	0,31
duże	6,52	6,98	6,28	5,16	7,08	9,17	7,96	6,98	6,58	6,26	9,46

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych wykonanej przez Notoria S.A.

Tabela 5. Podatek CIT płacony przez spółki notowane na GPW jako udział w podatku płaconym przez wszystkie spółki kapitałowe

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
MIKRO	NC	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
	GPW	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%
	ŁĄCZNIE	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%
MAŁE	NC	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
	GPW	0,2%	0,3%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,2%	0,3%
	ŁĄCZNIE	0,2%	0,3%	0,1%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,3%	0,4%
ŚREDNIE	NC	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%
	GPW	0,7%	0,8%	0,6%	0,9%	1,2%	0,9%	0,8%	0,9%	0,8%	0,8%	0,9%
	ŁĄCZNIE	0,7%	0,8%	0,7%	0,9%	1,2%	0,9%	0,8%	0,9%	0,8%	0,8%	1,0%
DUŻE	NC	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	GPW	25,7%	21,7%	18,1%	16,8%	25,4%	28,9%	24,9%	23,7%	22,2%	19,0%	28,0%
	ŁĄCZNIE	25,7%	21,7%	18,1%	16,8%	25,4%	28,9%	24,9%	23,7%	22,2%	19,0%	28,0%
RAZEM	NC	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
	GPW	26,7%	22,9%	18,9%	17,8%	26,8%	30,1%	26,0%	25,0%	23,3%	20,1%	29,2%
	ŁĄCZNIE	26,7%	23,0%	19,0%	17,9%	27,0%	30,2%	26,2%	25,2%	23,5%	20,3%	29,4%

Źródło: opracowanie własne na podstawie NBP (NBP, 2017) oraz bazy danych wykonanej przez Notoria S.A.

6. Wnioski

Opisane w pracy badania ankietowe, przeprowadzone wśród spółek nienotowanych i notowanych, zagranicznych i krajowych pokazują, że bodźce podatkowe mogą stanowić zachętę dla spółek MŚP do ubiegania się o status spółki publicznej notowanej na NewConnect. Potwierdzają to badania przeprowadzone na Jamajce przez Milken Institute (Shellhase, 2017), w których około 25% spółek MŚP notowanych na dedykowanym im Junior Market zdecydowało się na ten krok, z uwagi na występujące tam ulgi podatkowe (zwolnienia z podatku CIT). Potwierdzona została zatem **hipoteza pierwsza [H1]**: bodźce podatkowe mogą być ważnym czynnikiem sprzyjającym rozwojowi rynku kapitałowego dla MŚP. Analiza rozwiązań stosowanych na rynkach giełdowych potwierdziła również **hipotezę drugą [H2]**: bodźce podatkowe są wykorzystywane na różnych rynkach giełdowych i sprzyjają ich rozwojowi.

Jakie bodźce podatkowe mogłyby być zastosowane w warunkach polskich? Biorąc pod uwagę doświadczenia innych krajów, warto rozważyć następujące propozycje¹³:

(i) czasowe (np. na okres 3 lat od debiutu na NewConnect) zmniejszenie stawki podatku dochodowego (np. o 30%) dla notowanych na NewConnect spółek zaliczanych do sektora MŚP, (ii) czasowe (np. na okres 3 lat od debiutu na NewConnect) zmniejszenie stawki podatku dochodowego o większy wskaźnik w stosunku do pozostałych notowanych spółek (np. o 50%) dla notowanych na NewConnect spółek innowacyjnych zaliczanych do sektora MŚP, (iii) czasowe (np. na okres 5 lat od debiutu na NewConnect) zmniejszenie stawki podatku od dywidend (np. o 50%) dla notowanych na NewConnect spółek zaliczanych do sektora MŚP oraz (iv) dodatkowe czasowe zmniejszenie (np. na okres 5 lat od debiutu na NewConnect) podatku dochodowego lub podatku od dywidend (np. o 2 punkty procentowe) dla notowanych na NewConnect spółek wdrażających cele opisane w Strategii na rzecz odpowiedzialnego rozwoju (Strategia, 2017), np. akcjonariat pracowniczy.

Analiza rynku giełdowego w Polsce pod kątem płaconego przez spółki podatku dochodowego pokazała, że potencjalne zastosowanie bodźców podatkowych w celu przyspieszenia rozwoju rynku kapitałowego

dla MŚP (NewConnect) nie stanowiłyby istotnego zmniejszenia wpływów podatkowych dla budżetu państwa. Wynika to przede wszystkim ze stosunkowo niskiej zyskowności i w konsekwencji z niskich wpływów podatkowych do budżetu od tych przedsiębiorstw. Powyższy wniosek stanowi potwierdzenie zapisanej na wstępie pracy **trzeciej hipotezy badawczej [H3]**.

Jaki cel miałyby wprowadzenie bodźców podatkowych dla przedsiębiorstw notowanych na NewConnect? Oczekiwanym efektem tego kierunku interwencji mogło być: (i) zwiększenie ilości debiutów spółek innowacyjnych oraz zyskowych spółek z sektorów tradycyjnych, (ii) większe zainteresowanie emisjami spółek zmierzających na NewConnect wśród inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych w związku z podwyższeniem oczekiwań dotyczących zysków z dywidend oraz zysków kapitałowych (zwiększenie zysku i dywidend przyczyniałyby się do poprawy wskaźników, co z kolei powinno przełożyć się na wyższe kursy notowanych spółek) – ulgi podatkowe dla emitentów stają się zatem pośrednio również ulgami dla inwestorów, (iii) zwiększenie zaangażowania przez inwestorów długoterminowych, w tym inwestorów instytucjonalnych, których obecności na większą skalę brakuje na rynku NewConnect, z uwagi na większą liczbę notowanych spółek dywidendowych, oraz (iv) docelowo zwiększenie wpływów do budżetu z tytułu podatków dochodowych oraz od dywidendy z uwagi na to, że, po pierwsze spółki publiczne mają mniejszą możliwość unikania płacenia podatków (są bardziej transparentne, szerzej analizowane przez audytorów, inwestorów i organizatora rynku i przez to bardziej wyeksponowane na potencjalne ryzyka związane z polityką unikania płacenia podatków niż spółki prywatne) oraz, po drugie, spółki publiczne, m.in. dzięki pozyskaniu kapitału na rozwój, rozwijają się z reguły szybciej niż spółki prywatne.

Reasumując: biorąc pod uwagę przytoczone argumenty, zasadne wydaje się rozpoczęcie dyskusji i rozważenie możliwości zastosowania bodźców podatkowych jako instrumentu stymulującego rozwój jakościowy rynku NewConnect w kierunku rynku, na którym notowane będą spółki reprezentujące sektory innowacyjne (oparte przede wszystkim na aktywach niematerialnych) oraz zyskowe spółki z pozo-

stałych sektorów. Analizowane propozycje mogłyby się zatem przyczynić do zwiększenia potencjału inwestycyjnego przedsiębiorstw poprzez zwiększenie dostępności finansowania zewnętrznego z wykorzystaniem rynku kapitałowego w Polsce.

Przypisy

- ¹ Do kategorii MŚP zaliczono w pracy mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa. Mikroprzedsiębiorstwa zatrudniają do 9 pracowników, małe – od 10 do 49 pracowników, a średnie to podmioty zatrudniające od 50 do 249 pracowników.
- ² Szersza diagnoza udziału i roli spółek z sektora MŚP w gospodarce w Polsce zamieszczona została m.in. w *Raporcie o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce* (PARP, 2017).
- ³ Luka kapitałowa, zwana również luką Macmillana, określana jest jako trwała nieciągłość po stronie podaży rynku, wyrażająca się brakiem możliwości sfinansowania projektów inwestycyjnych z określonego przedziału wielkości i/lub pochodzących od określonej grupy przedsiębiorstw (Tamowicz, 2007). Luka kapitałowa stanowi barierę utrudniającą rozwój przedsiębiorstw MŚP w wyniku ograniczonego dostępu do kapitału lub jego braku, a także w wyniku wysokich kosztów jego pozyskania. Karcher (2015) na podstawie swoich badań przeprowadzonych w przedsiębiorstwach MŚP zauważył, że luka kapitałowa ogranicza nie tylko ich ogólny rozwój, ale również ich zdolności innowacyjne. Na istnienie luki kapitałowej w Polsce wskazuje struktura finansowania MŚP. Według PARP (PARP, 2017) w 2014 r. w grupie spółek MŚP (bez mikroprzedsiębiorstw) 62,4% nakładów inwestycyjnych finansowanych było ze środków własnych przedsiębiorstw, 17,7% z kredytów i pożyczek krajowych, 8,1% ze środków z zagranicy (w tym kredytów bankowych) oraz 4,4% ze środków budżetowych. Inne źródła finansowania nakładów inwestycyjnych nie miały większego znaczenia.
- ⁴ Według Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z 2015 r. (art. 3 ust. 2) alternatywny system obrotu to zorganizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany, poza rynkiem regulowanym, wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu.
- ⁵ Suma pozyskanego kapitału w latach 2007–2015 na podstawie Zygmantowski (2017) uzupełniona o obliczenia własne za okres 2016–30.09.2017 (źródło danych: strona internetowa NewConnect www.newconnect.pl).
- ⁶ Dane na koniec 2015 r. za Zygmantowski (2017). Spółki zaliczone do branży innowacyjnej obejmują

mowały następujące branże: informatyka, technologia, e-handel, ekoenergia, media, telekomunikacja i nowoczesne usługi.

- ⁷ Przypadki wykluczenia instrumentów finansowych z obrotu w alternatywnym systemie obrotu opisane są w Regulaminie ASO w par. 12.
- ⁸ Szerzej na temat ewolucji regulacji na rynku NewConnect: Zygmanski (2017).
- ⁹ Trzeba pamiętać, że badanie dotyczy postrzegania wagi poszczególnych czynników dla rozwoju rynku kapitałowego (a więc subiektywnych odczuć respondentów), co nie musi odpowiadać obiektywnemu stanowi rzeczy. Przykładowo w warunkach polskich, zdaniem autorów, wystąpiło wiele pozytywnych zmian w regulacjach prawnych dotyczących rynku kapitałowego, np. spółki mogą łatwiej pozyskiwać kapitał w formie oferty publicznej (do 100 tys. euro bez żadnych formalności, a do 2,5 mln euro na podstawie memorandum informacyjnego, które nie jest zatwierdzane przez KNF), spółki publiczne mogą też informować o WZA w internecie, a nie, jak było do 2010 r., w Monitorze Sądowym i Gospodarczym (jest to rozwiązanie bardziej wygodne i tańsze). Na postrzeganie przepisów prawa wpływ mają często media, w których zainteresowane tym instytucje prowadzą kampanie podważające obowiązujące rozwiązania, lobbując m.in. swoje usługi. Przykładem jest tutaj kampania medialna Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych (organizacji zarobkowej) na temat przepisów MAR. Wywołała ona dużą obawę spółek giełdowych w zakresie obowiązków informacyjnych, mimo że *de facto* przepisy merytorycznie niewiele się zmieniły.
- ¹⁰ <https://www.jamstockex.com/wp-content/uploads/2015/03/Junior-Market-Income-Tax-Amendment-Act-2016-No.-21.pdf> (dostęp: 20.10.2017).
- ¹¹ Z kolei spółki notowane na giełdzie w Pakistanie (PSX), które funkcjonują zgodnie z prawem szariatu (prawo normujące życie wyznawców islamu) korzystają z ulgi podatkowej w wysokości 2 punktów procentowych (<https://www.dawn.com/news/1270278>, dostęp: 05.11.2017).
- ¹² Analizy dokonano z zachowaniem podziału na mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa zaproponowanego przez Komisję Europejską w rekomendacji 2003/361 z dnia 6 maja 2003 (Komisja Europejska, 2003). W dalszej analizie zrezygnowano z progów odnoszących się do wielkości zatrudnienia w badanych spółkach, skoncentrowano się jedynie na wartościach sumy bilansowej oraz rocznych obrotów (rozumianych jako przychody ze sprzedaży). Zgodnie z danymi Narodowego Banku Polskiego (NBP, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/kursy/arch_a.html, dostęp: 10.11.2017) średni miesięczny kurs euro w latach 2006–2016 był równy 4,0684 PLN/EUR, przy odchyleniu standardowym równym

0,2685. Na potrzeby klasyfikacji spółek do odpowiednich segmentów przyjęto stały kurs euro równy 4 PLN.

- ¹³ Można sobie wyobrazić również inne warianty tej propozycji, np. całkowite zniesienie pobierania podatku CIT lub podatku od dywidend dla tej grupy spółek przez określony czas czy progresywne zwiększanie pobieranego podatku i dochodzenie do obowiązującej stawki podatkowej po kilku latach.

Bibliografia

- Bittner, M., Bukowski, M. i Pastor, K. (2016). *Wiatr w żagle. Obywatelska strategia dla polskiego rynku kapitałowego*. WiseEuropa.
- Harwood, A. i Konidaris, T. (2015). *SME Exchanges in EMerging Market Economics. A Stocktaking of Development Practices*. Policy Research Working Paper 7160, World Bank.
- Karcher, B. (2015). *Finanzierung und Förderung innovativer KMU in Deutschland*, rozprawa doktorska.
- Komisja Europejska (2003). Commission Recommendation of 6 May 2003 concerning the definition of micro, small and medium-sized enterprises, C(2003) 1422.
- PARP (2017). *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, https://www.parp.gov.pl/images/PARP_publications/pdf/raport%20o%20stanie%20sektora%20msp%20w%20polsce_2017.pdf
- Schellhase, J. (2017). *Promoting Participation in MSE Boards Through Tax Incentives: A Global Overview*, Milken Institute, <http://assets1b.milkeninstitute.org/assets/Publication/Viewpoint/PDF/080417-Promoting-Participation-in-SME-Boards-through-Tax-Incentives.pdf>
- Strategia na rzecz odpowiedzialnego rozwoju do roku 2020 (z perspektywą do 2030 r.) (https://www.mr.gov.pl/media/36848/SOR_2017_maly_internet_03_2017_aa.pdf (dostęp 05.11.2017).
- Tamowicz, P. (2007). *Zapotrzebowanie mikro, małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) na finansowanie kapitałem private equity/venture capital (PE/VC)*, raport przygotowany na zlecenie Departamentu Instrumentów Wsparcia Ministerstwa Gospodarki, Gdańsk.
- WFE (2017). *SME Financing and Equity Markets*, <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/news/world-exchange-news/world-federation-of-exchanges-publishes-report-into-sme-financing-equity-markets>
- Zygmanski, P. (2017). *Determinanty rozwoju rynku akcji NewConnect*. Warszawa: CeDeWu.