

ROBERT WOLAŃSKI

Uniwersytet Warszawski

STRUKTURA ŹRÓDEŁ FINANSOWANIA W ZALEŻNOŚCI OD CELU FINANSOWANIA W MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTWACH W ŚWIETLE BADAŃ EMPIRYCZNYCH

Streszczenie

W artykule podjęto problem powiązań pomiędzy strukturą kapitału a celem ich wykorzystania wśród MSP w Polsce. Za cel artykułu przyjęto określenie jak kształtuje się struktura kapitału w polskich MSP oraz w jakim stopniu poszczególne źródła są wykorzystywane do finansowania różnorodnych celów prowadzonej działalności. W strukturze kapitału MSP dominują środki własne, wśród kapitałów obcych podstawowe znaczenie mają takie źródła jak kredyt czy leasing – taka struktura jest zgodna z modelami teoretycznymi dotyczącymi tego zagadnienia. Badanie wykazało, że poszczególne źródła finansowania znacznie różnią się między sobą pod względem celu finansowania, przy czym najbardziej uniwersalne znaczenie ma kredyt bankowy.

Słowa kluczowe: MSP, źródła finansowania, cel finansowania

Wprowadzenie

Przedmiotem artykułu są powiązania pomiędzy strukturą kapitału a celem ich wykorzystania w małych i średnich przedsiębiorstwach¹ (MSP) w Polsce. Celem artykułu jest określenie jak kształtuje się struktura kapitału w polskich MSP oraz w jakim stopniu poszczególne źródła są wykorzystywane do finansowania różnorodnych celów związanych z prowadzoną działalnością. Źródłem informacji dla określenia powyższych zależności są wyniki badania MSP przeprowadzonego przez autora artykułu oraz analiza dostępnej literatury.

¹ W artykule pod pojęciem MSP przyjmuje się mikroprzedsiębiorstwa, małe przedsiębiorstwa i średnie przedsiębiorstwa.

Struktura źródeł finansowania w małych i średnich przedsiębiorstwach – ujęcie teoretyczne

Każde przedsiębiorstwo wykorzystuje różnego rodzaju kapitały, dlatego istotne znaczenie ma określenie struktury kapitału. Przy istnieniu alternatywnych sposobów finansowania przedsiębiorstwo dokonuje wyboru źródeł finansowania działalności kierując się właściwą sobie hierarchią tych źródeł. Ważne miejsce w badaniach przedsiębiorstw zajmuje wskazanie przyczyn wyboru przez przedsiębiorstwa określonej struktury finansowania. W konsekwencji powstało wiele podejść teoretycznych związanych z analizą decyzji dotyczących wyboru poszczególnych źródeł finansowania. Poniżej przedstawiono główne tezy i wnioski najważniejszych opracowań teoretycznych i badawczych poświęconych temu zagadnieniu.

O badaniach na temat struktury kapitału można mówić przede wszystkim po opublikowaniu w 1958 roku artykułu F. Modiglianiego i M.H. Millera². Autorzy podjęli próbę powiązania ze sobą kwestii kosztu kapitału, struktury kapitału i wyceńy wartości na bazie neoklasycznych teorii finansów przedsiębiorstwa i stali się głównymi inspiratorami dalszych badań w tym zakresie. Z uwagi na przyjęte założenia, głównie w zakresie pełnego dostępu do informacji, niezależności ceny, braku kosztów, teorii tej nie można zaadaptować do MSP.

Kolejna koncepcja, dotycząca struktury finansowania, podejmowana przez wielu autorów, związana jest z cyklem życia firmy. Głównym założeniem przyjętym w tej koncepcji jest to, że firmy rozwijają się w określonych cyklach w podobny sposób. Każda faza rozwoju wiąże się ze szczególnym sposobem finansowania, ponadto przejście do następnej fazy cyklu życia wymaga określonego finansowania. Bazując na modelach cyklu życia firmy przedstawionych przez wybranych autorów³ poniżej przedstawiono specyfikę finansowania w kluczowych fazach rozwoju przedsiębiorstwa.

Autorzy wyróżniają pięć faz cyklu życia firmy, dla każdego podając strukturę finansowania.

1. Pierwsza faza – rozruch firmy. Podstawowe źródła finansowania to kapitał własny w formie środków właściciela, powiększony o pożyczki od rodziny i znajomych, a w przypadku innowacyjnych projektów również fundusze *venture capital*.
2. Druga faza – przetrwanie firmy. Pozostają źródła finansowania z fazy rozruchu. Ponadto pojawiają się podstawowe kapitały obce, firma może starać się i korzystać z kredytu kupieckiego, leasingu, krótkoterminowego kredytu bankowego.

² F. Modigliani, M.H. Miller, *The Cost of Capital Corporation Finance, and the Theory of Investment*, „American Economic Review”, 06.1958.

³ R.E. Quinn, K. Cameron, *Organizational Life Cycle and Shifting Criteria of Effectiveness: Some Preliminary Evidence*, „Management Science” 1983, vol. 29, nr 1, s. 33–51; N.C. Churchill, V.L. Lewis, *The Five Stages of Small Business Growth*, „Harvard Business Review” 1983, vol. 63, nr 3, s. 30–50; M. Scott, R. Bruce, *Five Stages of Growth in Small Business*, „Long Range Planning” 1987, vol. 20, nr 3, s. 45–52.

3. Trzecia faza – wzrost firmy. W tej fazie kluczowe znaczenie zaczyna nabierać zysk firmy – jej rozwój niesie za sobą wyższą zyskowność. Oprócz leasingu i kredytu krótkoterminowego firma może ubiegać się o kredyt długoterminowy. Pojawiają się pożyczki z sektora pozabankowego, poręczenia kredytowe, szczególnie wykorzystywane przez sektor MSP. Dążenie do dalszego rozwoju często wymaga powiększenia kapitału własnego przez nowych współników czy udziałowców – w przypadku MSP jest to źródło często pomijane, gdyż wiąże się z częściową utratą kontroli nad firmą przez właściciela. Ceną za takie działanie jest wolniejszy rozwój firmy.
4. Czwarta faza – ekspansja firmy. Rosną zyski firmy. Ponadto przedsiębiorstwo ma coraz większe możliwości uzyskania kapitałów obcych. W porównaniu z poprzednią fazą może dodatkowo korzystać z faktoringu, emisji akcji i obligacji. W konsekwencji może korzystać z każdego źródła finansowania – wybór zależy od polityki finansowej firmy, preferencji właściciela, sytuacji na „rynku”.
5. Piąta faza – dojrzałość firmy. Zyski firmy ulegają stabilizacji. Podobnie jak w poprzedniej fazie firma może korzystać ze wszystkich źródeł finansowania. Autorzy podkreślają rosnącą możliwość wykorzystania poszczególnych źródeł finansowania po niższych kosztach wraz z przechodzeniem do następnych faz cyklu życia firmy oraz specyfikę finansowania każdej fazy.

Kolejnymi koncepcjami, na które warto zwrócić uwagę, jest teoria agencji⁴ i teoria kosztów transakcyjnych⁵. Obie teorie zwracają uwagę na finansowanie kapitałem zewnętrznym jako narzędzie łagodzenia konfliktu między właścicielami a zarządem. Sytuacja taka wynika z kontroli przedsiębiorstwa przez podmiot przyznający kapitał. Najczęściej środki przeznaczone są na konkretny cel, na sfinansowanie danego przedsięwzięcia, dlatego instytucja pożyczająca sprawdza zasadność realizacji projektu i jego przyszłe efekty. Uogólniając, kapitał zewnętrzny zapewnia nadzór nad działalnością przedsiębiorstwa, co daje większą pewność właścicielom przedsiębiorstwa. Mając na uwadze powyższe, założenia odnoszą się głównie do większych przedsiębiorstw, działających w formie osób prawnych, wśród których MSP jest niewiele. Na bazie obu teorii wysnuto różnorodne wnioski dotyczące finansowania MSP, na które warto zwrócić uwagę.

Zwrócono uwagę, że duże znaczenie ma rodzaj finansowanego aktywa MSP. Inaczej traktowane są aktywa specyficzne jedynie dla danego MSP i poza nim nie mające wysokiej wartości, odmiennie zaś aktywa posiadające ogólną, rynkową wartość. Instytucje dostarczające kapitału będą preferować drugi rodzaj aktywów i w tym przypadku dostępny będzie kapitał zewnętrzny. Z kolei finansowanie pierwszego rodzaju aktywów wymaga ściślejszej kontroli, dlatego w tym przypadku preferowane będą inwestycje w kapitał własny przedsiębiorstwa⁶.

⁴ M. Jensen, W. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics” 1996, nr 3 (4), s. 305–360.

⁵ O.E. Williamson, *Markets and Hierarchies*, The Free Press, New York–London 1975.

⁶ Szerzej na ten temat R. Kochlar, *Explaining firm capital structure: The role of agency theory vs. transaction cost economics*, „Strategic Management Journal” 1996, vol. 17, s. 713–728.

Koncepcją związana z omawianymi teoriami, mającą duże znaczenie dla finansowania MSP, jest asymetryczność informacji⁷. Pojęcie to związane jest z różnym dostępem i zasobem informacji na temat finansowanego przedsięwzięcia przez przedsiębiorcę i dawcę kapitału. Właściciel MSP dysponuje znacznie szerszą wiedzą dotyczącą perspektyw rozwoju przedsiębiorstwa, wartości spodziewanego zysku czy możliwości straty w wyniku realizacji projektu od podmiotu przyznającego kapitał na sfinansowanie tego projektu.

W konsekwencji dawca kapitału, w przeciwieństwie do przedsiębiorcy, nie jest w stanie właściwie ocenić perspektyw rozwoju przedsiębiorstwa i ryzyka wynikającego z realizacji zamierzonego projektu. W związku z tym świadomość, że potencjalny kredytobiorca, z którym jest zawierana umowa, ma przewagę w dostępie do informacji, skłania do proponowania innych warunków umowy niż w przypadku równego dostępu do informacji. Takie zachowanie wynika z obawy, że kredytobiorca wykorzysta swoją przewagę do realizacji własnych celów⁸.

Na takie podejście dawców kapitału szczególnie narażony jest sektor MSP. Wiele z niewielkich podmiotów nie sporządza dokumentów finansowych, prowadzi uproszczone ewidencje, płaci ryczałtowe podatki – w porównaniu z dużymi firmami przekazują dawcom kapitału niewiele informacji. W wyniku wyższego ryzyka dla podmiotu finansującego, dawca kapitału stosuje wobec MSP mniej korzystne warunki finansowania w formie większej marży, dodatkowych zabezpieczeń, dokładniejszej kontroli. Taka sytuacja jest sprzeczna z możliwościami i interesem MSP – dążą one do minimalizacji kosztów, nie są w stanie zapewnić wymaganych zabezpieczeń, są przeciwko kontroli poczynañ firmy. W konsekwencji MSP i instytucjom finansującym trudno jest dojść do porozumienia w zakresie warunków finansowania, pogłębia ten stan możliwy brak zaufania wobec siebie.

Następne podejście do struktury finansowania MSP oparte jest na zarządzaniu strategicznym. Istotą tej koncepcji jest uznanie wielości czynników wpływających na strukturę finansowania przedsiębiorstwa. Uwzględniane są zarówno czynniki finansowe, jak i pozafinansowe, samo przedsiębiorstwo, a także jego otoczenie. Na podstawie literatury⁹ poświęconej omawianemu zagadnieniu można wyróżnić trzy główne grupy czynników, wpływających na strukturę finansowania MSP:

- cechy właściciela MSP,
- charakter firmy,
- cechy rynku, na którym działa firma.

⁷ M.R. Binks, C.T. Ennew, G.V. Reed, *Information Asymmetries and the Provision of Finance to Small Firms*, „International Small Business Journal” 1992, vol. 11, nr 1, s. 35–43.

⁸ A. Bielawska, *Wyjaśnienie trudności nowo powstających przedsiębiorstw w dostępie do kredytów jako przejaw realizacji teorii asymetrii informacji*, w: *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro i małych przedsiębiorstw*, red. A. Bielawska, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2005, s. 439.

⁹ S.L. Barton, C.H. Matthews, *Small Firm Financing: Implications from a Strategic Management Perspective*, „Journal of Small Business Management” 1989, vol. 27, nr 1, s. 1–7; M. Nicos, F. Chittenden, P. Poutziouris, *A model of capital structure decision making in small firm*, „Journal of Small Business and Enterprise Development” 1998, vol. 5, nr 3; S.L. Barton, P.J. Gordon, *Corporate Strategy and Capital Structure*, „Strategic Management Journal” 1998, vol. 9, s. 623–632.

W każdym z tych trzech obszarów zostają wyznaczone czynniki wpływające na sposób finansowania MSP, powiązania pomiędzy nimi i wzajemne zależności.

Kolejną koncepcją poświęconą zasadom finansowania MSP, która zostanie omówiona, jest teoria hierarchii źródeł finansowania stworzona przez S.C. Myersa¹⁰. Wskazuje ona przyczyny wyboru przez przedsiębiorstwa określonej struktury finansowania. Zakłada, że przedsiębiorstwa wybierają źródła finansowania według określonej kolejności, nie starają się przy tym maksymalizować wartości firmy. Takie założenie przede wszystkim odnosi się do MSP, które najczęściej nie mają możliwości wybrania tych źródeł finansowania, przy których zostanie zoptymalizowana struktura kapitału i osiągnięta maksymalna wartość firmy. Według tej teorii przedsiębiorstwa wybierają źródła finansowania w następującej kolejności¹¹:

- wewnętrzne źródła finansowania (np. zysk zatrzymany, środki własne),
- papiery dłużne (np. emisja obligacji, zaciągnięcie kredytu lub pożyczki),
- papiery mieszane (np. obligacje zamienne),
- papiery udziałowe (np. emisja akcji lub udziałów).

Teoria ta wskazuje, że przedsiębiorstwa preferują wewnętrzne źródła finansowania. Dopiero w przypadku braku w wystarczającym stopniu źródeł wewnętrznych sięgają po środki zewnętrzne. Wybierając środki zewnętrzne kierują się kolejnością jak najmniejszego uzależnienia od podmiotu, który je przyznaje.

Podobne wnioski do wyżej wskazanych przedstawia analiza mentalności kredytowej MSP¹². Wynika ona z różnorodnego podejścia MSP do kapitału własnego i kapitału obcego, co w konsekwencji wpływa na strukturę źródeł finansowania. Podstawą tej teorii jest twierdzenie o odmiennym podejściu właściciela MSP do kapitału własnego i kapitału obcego – kapitał własny jest preferowany, kapitał obcy jest traktowany z niechęcią, a nawet lękiem.

Inne podejście do obu rodzajów kapitału wynika głównie z dwóch przyczyn. Kapitał obcy zawsze pociąga za sobą koszty, w przeciwieństwie do kapitału własnego. Ponadto preferencja kapitału własnego wynika z systemu wartości przedsiębiorcy prywatnego, dla którego maksymalny zakres suwerenności prawnej i ekonomicznej w kierowaniu swoim przedsiębiorstwem jest wartością samą w sobie¹³.

Przy omawianiu struktury źródeł finansowania MSP należy przedstawić koncepcję dyskryminacji kredytowej MSP, stworzoną przez J.K. Galbraitha¹⁴. Według tej koncepcji MSP napotykać zasadnicze trudności w dostępie do kredytu bankowego. Poziom tej dyskryminacji zależy od struktury rynku (liczby małych, średnich i dużych przedsiębiorstw), przebiegu cyklu koniunkturalnego oraz wielkości podaży pieniądza przez bank centralny. Przy restrykcyjnej polityce

¹⁰ S.C. Myers, *The Capital Structure Puzzle*, „Journal of Finance” 1984, vol. 39, nr 3, s. 575–592.

¹¹ R.A. Brealey, S.C. Myers, *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 688.

¹² T. Łuczka, *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie Wybrane aspekty mikro i makroekonomiczne*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa–Poznań 2001, s. 51–59.

¹³ *Ibidem*, s. 52.

¹⁴ J.K. Galbraith, *Market Structure and Stabilization Policy*, „The Review of Economics and Statistics” 1957, vol. XXXIX.

pieniężnej, zmniejszający się dostęp do kredytu odczuwają głównie MSP. Dzieje się tak dlatego, że przedsiębiorstwa te mają dużo mniejsze możliwości pozyskania innych źródeł finansowania. Ponadto interwencjonizm państwowy sprzyja głównie większym przedsiębiorstwom, które mogą z wprowadzonych rozwiązań dużo łatwiej skorzystać. Negatywne skutki takiej sytuacji wpływają na kształt całej gospodarki, prowadząc do obniżenia jej konkurencyjności, z uwagi na większą koncentrację ekonomiczną.

Na podstawie omówionych teorii, uwypuklając wspólne cechy i najważniejsze spostrzeżenia, można przedstawić ogólne zasady teoretyczne struktury finansowania MSP¹⁵.

1. Decyzje finansowe MSP zależą od wielu czynników. Wśród nich przede wszystkim należy wyróżnić:
 - podejście właściciela MSP do sposobu finansowania wynikające z jego cech, zachowań, dążeń, predyspozycji,
 - etap rozwoju MSP, w którym aktualnie się znajduje,
 - otoczenie MSP, w szczególności postawę podmiotów przyznających kapitał,
 - cechy samego MSP np. branża działania, poziom innowacyjności, poziom konkurencyjności.
2. Istnieje hierarchia źródeł finansowania MSP. Wpływa na nią wiele czynników, natomiast w pewnym zakresie jest charakterystyczna dla ogółu niewielkich podmiotów. Można podać następujące prawidłowości:
 - MSP w pierwszej kolejności wykorzystują kapitał wewnętrzny, w przypadku jego niedoboru sięgają po kapitał zewnętrzny. Sytuacja taka wynika – po pierwsze – z negatywnych cech kapitału zewnętrznego dla MSP np. ograniczenie samodzielności, uzależnienie od dawcy kapitału, koszt pozyskania kapitału. Po drugie duże znaczenie ma postawa podmiotu udzielającego finansowania np. brak zaufania, brak pełnych informacji.
 - MSP korzystając z kapitałów obcych wybierają źródła krótkoterminowe przed długoterminowymi. Dochodzi wówczas do mniejszego uzależnienia MSP od dawcy kapitału. Z kolei dla udzielającego wsparcia istnieje mniejsze ryzyko związane z jego przyznaniem (mniejszy wpływ asymetrii informacji),
 - MSP korzystając z kapitałów zewnętrznych jako ostatnie źródło wykorzystują kapitały pozbawiające samodzielności właściciela firmy, kiedy udzielający kapitału staje się współwłaścicielem MSP w średnim lub znacznym stopniu, np. fundusze *venture capital*.

Badanie małych i średnich przedsiębiorstw

Strukturę kapitału w polskich małych i średnich przedsiębiorstwach w zależności od celu finansowania przedstawiono na podstawie badania MSP

¹⁵ R. Wolański, *Wpływ otoczenia finansowego na konkurencyjność małych i średnich przedsiębiorstw*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2013, s. 57.

przeprowadzonego przez autora artykułu. Badanie realizowano techniką wywiadów bezpośrednich wspomaganą komputerowo (CAPI) przeprowadzanych u respondenta. Badanie zrealizowano na próbie 223 przedsiębiorstw, wśród których było 99 mikroprzedsiębiorstw, 70 małych przedsiębiorstw i 54 średnich przedsiębiorstw. Badanie jest reprezentatywne ze względu na lokalizację działalności, jak i sektor działalności. Z uwagi na rozmiar badania terenową jego realizację przeprowadziła firma badawcza. Badanie zrealizowano w okresie od 10 maja do 10 czerwca 2010 roku. Ze względu na to, że struktura próby nie odzwierciedlała struktury populacji pod względem wielkości przedsiębiorstwa, aby umożliwić prezentację wyników i nadać próbie charakter reprezentatywny, zastosowano procedurę ważenia wyników.

Struktura źródeł finansowania w polskich małych i średnich przedsiębiorstwach

Punktem wyjścia dla określenia struktury źródeł finansowania w polskich MSP jest określenie częstotliwości korzystania przez nich z poszczególnych źródeł. Wyniki badania zaprezentowano w tabeli 1.

Tabela 1

Częstotliwość korzystania ze źródeł finansowania (w %)

	Korzysta regularnie	Korzysta sporadycznie	W ogóle nie korzysta
Środki własne	73	23	4
Kredyt bankowy	13	39	48
Leasing	6	31	63
Dotacje z Unii Europejskiej	2	10	88
Dotacje z budżetu państwa	1	8	91
Faktoring	1	1	98
Pożyczki z funduszy pożyczkowych		8	92
Poręczenia z funduszy poręczeniowych		3	97
Emisje akcji lub obligacji		2	98
Środki z funduszy <i>venture capital</i>		1	99

Źródło: opracowanie własne.

Głównym źródłem finansowania działalności wśród badanych przedsiębiorstw są środki własne – niemalże wszystkie MSP z nich korzystają. Wykorzystanie źródeł obcych jest znacząco niższe – wśród nich najczęściej wykorzystywanym instrumentem jest kredyt bankowy oraz w następnej kolejności leasing. Pozostałe źródła obce mają mniejsze znaczenie w stosunku do wyżej podanych i są wykorzystywane w niewielkiej skali.

Taką strukturę finansowania wśród MSP potwierdzają inne badania tego sektora przedsiębiorstw. Należy zwrócić uwagę na badania przeprowadzone przez organizacje zajmujące się działaniami wobec MSP, np. Polską Agencję Rozwoju

Przedsiębiorczości¹⁶, Polską Konfederację Pracodawców Prywatnych Lewiatan¹⁷, jak również badania podmiotów prywatnych, głównie firm doradczych czy konsultingowych¹⁸.

Mając na względzie powyższą strukturę finansowania należy określić przyczynę nikłego wykorzystania zewnętrznych źródeł finansowania przez MSP. Badanie wykazało, że na finansowanie zewnętrzne nie ma potrzeby i miejsca – co przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2
Odsetek przedsiębiorstw, które nie korzystają z danego źródła finansowania ze względu na brak takiej potrzeby

Kredyt bankowy	67
Leasing	86
Dotacje z Unii Europejskiej	40
Dotacje z budżetu państwa	60
Faktoring	85
Pożyczki z funduszy pożyczkowych	70
Poręczenia z funduszy poręczeniowych	73
Emisje akcji lub obligacji	78
Środki z funduszy <i>venture capital</i>	70

Źródło: opracowanie własne.

Brak potrzeby to podstawowa przyczyna niekorzystania z kapitałów obcych. Wydaje się, że taka sytuacja wynika ze stosunkowo niewielkich potrzeb finansowych w sektorze MSP, które mogą być zaspokajane z własnych środków. Wśród pozostałych przyczyn, które mają największe znaczenie, należy wyróżnić brak wiedzy na temat danego źródła, skomplikowane procedury jego uzyskania, wysokie koszty wykorzystania danego źródła.

Struktura źródeł finansowania w zależności od celu finansowania

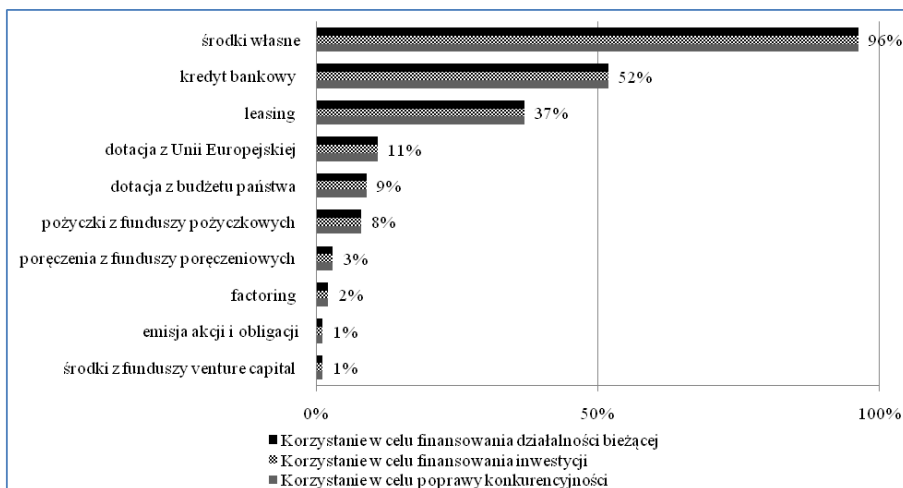
Istotne znaczenie ma określenie źródeł finansowania dla poszczególnych działań realizowanych przez MSP. W badaniu zadano trzy ogólne pytania – jakie źródła finansowania wykorzystują do finansowania działalności bieżącej, działalności inwestycyjnej oraz wzrostu konkurencyjności. Odpowiedzi na te pytania były zbliżone do siebie, co przedstawiono na rysunku 1. Najczęściej

¹⁶ *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2006–2007*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2008, s. 181.

¹⁷ *Raport Polskie MSP na drodze ku nowoczesności*, Polska Konfederacja Pracodawców Prywatnych Lewiatan, Warszawa 2013, s. 66; M. Starczewska-Krzysztożek, *Konkurencyjność sektora małych i średnich przedsiębiorstw 2008 – prezentacja*, Polska Konfederacja Pracodawców Prywatnych Lewiatan, Warszawa 2008, s. 16.

¹⁸ *Finanse MSP 2009. Rynek usług bankowych. Raport z badania marketingowego*, Qualifact. Badania rynkowe i doradztwo, Gdańsk 2009, s. 29.

wykorzystywanym instrumentem finansowania działalności bieżącej, inwestycji i poprawy konkurencyjności są środki własne, kredyt bankowy oraz leasing.



Rysunek 1. Korzystanie z zewnętrznych źródeł w celu finansowania działalności bieżącej, inwestycji i poprawy konkurencyjności MSP; n = 223

Źródło: opracowanie własne.

Działalność inwestycyjna oraz działania na rzecz wzrostu konkurencyjności są w opinii badanych przedsiębiorstw ściśle związane ze sobą, dlatego źródła ich finansowania pokrywają się. Jednocześnie źródła pozyskiwanych środków na te cele są podobne jak w przypadku finansowania działalności bieżącej. Pytając MSP ogólnie o źródła finansowania i cel ich wykorzystania uzyskuje się odpowiedź, że cel finansowania nie wpływa na wybór źródeł finansowania. Struktura kapitału w badanych przedsiębiorstwach pozostaje zbliżona przy finansowaniu zróżnicowanych potrzeb.

Bardziej dogłębne badania dotyczyły poszczególnych obcych źródeł finansowania. W badaniu poruszono również kwestię celu, dla którego zostały wykorzystane środki. Uzyskane wyniki pokazują jednak różnice w celach finansowania pomiędzy poszczególnymi źródłami. Dane na ten temat przedstawiono w tabeli 3 – wyniki pozwalają na przedstawienie następujących wniosków:

- bieżącą działalność MSP finansują głównie faktoringiem, pożyczkami z funduszy pożyczkowych i kredytem,
- leasing, środki z funduszy pożyczkowych, emisja akcji i obligacji oraz dotacje budżetowe w największym stopniu służą prowadzeniu inwestycji przez MSP,
- w przypadku pozostałych czterech celów finansowania istnieją dominujące źródła ich finansowania – dla wzrostu konkurencyjności są to fundusze *venture capital*, dla poprawy płynności – faktoring, dla szkoleń – dotacje budżetowe i dotacje unijne oraz dla ograniczenia ryzyka działalności – ubezpieczenia,

- za najbardziej uniwersalne źródło finansowania należy uznać kredyt, który odgrywa rolę przy finansowaniu inwestycji, działalności bieżącej, poprawie płynności, jak również wzroście konkurencyjności.

Tabela 3

Cel finansowania w zależności od źródła finansowania (w %)

	Inwestycje	Wzrost konkurencyjności	Poprawa płynności	Bieżąca działalność	Szkolenia	Ograniczenie ryzyka działalności
Kredyty	46,6	19,7	33,7	58,3	–	–
Dotacje budżetowe	57,9	32,7	–	47,0	55,0	–
Dotacje unijne	44,4	32,5	–	30,9	58,8	–
Fundusze poręczeniowe	51,2	2,2	–	48,1	–	–
Fundusze pożyczkowe	64,7	12,4	–	65,5	–	–
Fundusze <i>venture capital</i>	0,0	100,0	–	0,0	–	–
Leasing	77,7	38,5	–	39,2	–	–
Faktoring	25,2	9,8	82,5	67,3	–	–
Akcje i obligacje	62,5	73,2	–	0,0	–	–
Ubezpieczenia	–	10,5	23,2	–	–	74,0

Źródło: opracowanie własne.

W konsekwencji należy uznać, że poszczególne źródła finansowania znacznie różnią się między sobą pod względem celu finansowania. Jednocześnie należy zwrócić uwagę na niską wiedzę MSP na temat powiązania ze sobą źródła finansowania z celem finansowania. Na poziomie ogólnym MSP nie widzą zależności pomiędzy wykorzystaniem danego źródła pod kątem celu przeznaczenia środków.

Podsumowanie

Dokonana analiza pozwala na przedstawienie następujących prawidłowości w zakresie powiązań struktury finansowania z celem finansowania MSP:

1. MSP mają charakterystyczną dla siebie strukturę kapitałów – dominują środki własne, wśród kapitałów obcych podstawowe znaczenie mają najbardziej rozpoznawalne, najszerzej dostępne źródła jak kredyt czy leasing. Taka struktura jest zgodna z modelami teoretycznymi przedstawionymi w pierwszej części artykułu. MSP nie wykazują zaangażowania w poszukiwanie źródeł umożliwiających im optymalizowanie struktury kapitału czy dążenie do rozwoju firmy.
2. Źródła finansowania wykazują znaczące różnice w zależności od celu finansowania – przy każdym celu dominujące znaczenie mają inne źródła. Najbardziej uniwersalnym źródłem jest kredyt, który ma znaczenie wśród czterech celów spośród sześciu podlegających badaniu.

Literatura

- Barton S.L., Gordon P.J., *Corporate Strategy and Capital Structure*, „Strategic Management Journal” 1998, vol. 9.
- Barton S.L., Matthews C.H., *Small Firm Financing: Implications from a Strategic Management Perspective*, „Journal of Small Business Management” 1989, vol. 27, nr 1.
- Bielawska A., *Wyjaśnienie trudności nowo powstających przedsiębiorstw w dostępie do kredytów jako przejaw realizacji teorii asymetrii informacji*, w: *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro i małych przedsiębiorstw*, red. A. Bielawska, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2005.
- Binks M.R., Ennew C.T., Reed G.V., *Information Asymmetries and the Provision of Finance to Small Firms*, „International Small Business Journal” 1992, vol. 11, nr 1.
- Brealey R.A., Myers S.C., *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- Churchill N.C., Lewis V.L., *The Five Stages of Small Business Growth*, „Harvard Business Review” 1983, vol. 63, nr 3.
- Finanse MSP 2009. Rynek usług bankowych. Raport z badania marketingowego*, Qualifact. Badania rynkowe i doradztwo, Gdańsk 2009.
- Galbraith J.K., *Market Structure and Stabilization Policy*, „The Review of Economics and Statistics” 1957, vol. XXXIX.
- Jensen M., Meckling W., *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics” 1996, nr 3 (4).
- Kochlar R., *Explaining firm capital structure: The role of agency theory vs. transaction cost economics*, „Strategic Management Journal” 1996, vol. 17.
- Łuczka T., *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie Wybrane aspekty mikro i makroekonomiczne*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa–Poznań 2001.
- Modigliani F., Miller M.H., *The Cost of Capital Corporation Finance, and the Theory of Investment*, „American Economic Review”, June 1958.
- Myers S.C., *The Capital Structure Puzzle*, „Journal of Finance” 1984, vol. 39, nr 3.
- Nicos M., Chittenden F., Poutziouris P., *A model of capital structure decision making in small firm*, „Journal of Small Business and Enterprise Development” 1998, vol. 5, nr 3.
- Quinn R.E., Cameron K., *Organizational Life Cycle and Shifting Criteria of Effectiveness: Some Preliminary Evidence*, „Management Science” 1983, vol. 29, nr 1.
- Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2006–2007, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2008.
- Raport Polskie MSP na drodze ku nowoczesności, Polska Konfederacja Pracodawców Prywatnych Lewiatan, Warszawa 2013.
- Scott M., Bruce R., *Five Stages of Growth in Small Business*, „Long Range Planning” 1987, vol. 20, nr 3.
- Starczewska-Krzysztozek M., *Konkurencyjność sektora małych i średnich przedsiębiorstw 2008 – prezentacja*, Polska Konfederacja Pracodawców Prywatnych Lewiatan, Warszawa 2008.
- Williamson O.E., *Markets and Hierarchies*, The Free Press, New York–London 1975.
- Wolański R., *Wpływ otoczenia finansowego na konkurencyjność małych i średnich przedsiębiorstw*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2013.

**STRUCTURE OF FUNDING SOURCES DEPENDING ON FINANCING AIM IN
SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES IN THE LIGHT OF EMPIRICAL STUDIES****Summary**

The article discusses the problem of the link between capital structure and the purpose of their use among SMEs in Poland. The purpose of this article is to determine the structure of capital in Polish SMEs and how different fund sources are used to finance a variety of business purposes. The capital structure of SMEs dominate the own funds, between foreign capital are essential sources such as a loan or lease - this structure is consistent with theoretical models. The study showed that the different fund sources significantly differ with respect to financing aim, the most universal importance has bank credit.

Keywords: SMEs, sources of financing, the purpose of financing

Translated by Robert Wolański

Mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa na rynku finansowym

