

Jacek Adamek

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

ZALEŻNOŚĆ POMIĘDZY STADIUM ROZWOJU MAŁEGO I ŚREDNIEGO PRZEDSIĘBIORSTWA A JEGO STRUKTURĄ KAPITAŁOWĄ – UJĘCIE TEORETYCZNE

1. Wstęp

Problem struktury kapitałowej¹ jednostek gospodarczych jest jednym z obszarów badań prowadzonych w ramach szeroko rozumianej problematyki zarządzania finansami przedsiębiorstw. Istotą zarządzania przedsiębiorstwem na polu kształtowania struktury jego kapitałów staje się poszukiwanie oraz ustalenie takiej zależności między długiem a kapitałem finansującym działalność podmiotu, która pozwala na maksymalizację jego wartości. Działanie takie staje się racjonalne w sytuacji przyjęcia założenia, iż „...jednym z podstawowych czynników oddziałujących na wartość firmy w czasie jest struktura źródeł jej finansowania...”, jeśli więc „...maksymalizowanie wartości dla właściciela staje się podstawowym celem funkcjonowania przedsiębiorstwa, to optymalizacja struktury finansowania przedkłada się bezpośrednio na wzrost wartości podmiotu...” [9, s. 17].

Zrozumienie finansowych zachowań małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) opierać się może np. na próbie rozpoznania i wyjaśnienia zróżnicowanej struktury kapitałów tych podmiotów. Teorie struktury kapitału, opracowane dla i na podstawie zachowań dużych jednostek gospodarczych nie mogą być bezpośrednio wykorzystywane do opisu finansowych charakterystyk małych i średnich przedsiębiorstw. Niemniej jednak dają one podstawę do sformułowania pewnych uogól-

¹ Przez strukturę kapitałową rozumieć można np.: a) strukturę pasywów lub b) tzw. finansowanie permanentne obejmujące: dług długookresowy, kapitał uprzywilejowany oraz kapitał własny akcjonariuszy. Zob. [6, s. 20].

nień, wykorzystujących założenia oraz wnioski płynące np. z teorii cyklu życia organizacji, teorii hierarchizacji źródeł finansowania, teorii podatkowych czy teorii kosztów agencji i teorii sygnałów.

Analizując czynniki formujące strukturę kapitału małego i średniego przedsiębiorstwa², stwierdzić należy, że struktura ta kształtowana jest przez zbiór cech, jakie można i należy przypisać tej grupie podmiotów gospodarczych ze szczególnym uwzględnieniem atrybutów charakteryzujących ich gospodarkę finansową.

Ważnym elementem wyjaśniającym udział długu i kapitału w finansowaniu działalności małego i średniego przedsiębiorstwa może być również jego aktualna pozycja w cyklu życia organizacji, warunkująca z jednej strony jego potrzeby kapitałowe, z drugiej zaś zdolność do ich pokrycia ze źródeł zarówno obcych, jak i własnych.

Celem artykułu jest próba ukazania z wykorzystaniem analizy literatury tematu, zależności pomiędzy strukturą kapitału małego i średniego przedsiębiorstwa a etapem jego rozwoju. Elementem prowadzonych rozważań stanie się również próba określenia wpływu zdolności rozwojowych małego i średniego przedsiębiorstwa na dobór odpowiednich sposobów zaspokojenia jego potrzeb kapitałowych.

Ukazane analizy prowadzone będą w przeświadczeniu, że „...przedsiębiorstwa każdej wielkości dobierają swoją strukturę finansowania w świetle kosztów, własności i dostępności alternatyw finansowania. Z wielu powodów nasze pojmowanie tych decyzji (podejmowanych zarówno przez duże, jak i małe podmioty) jest niewystarczające...” [8, s. 54].

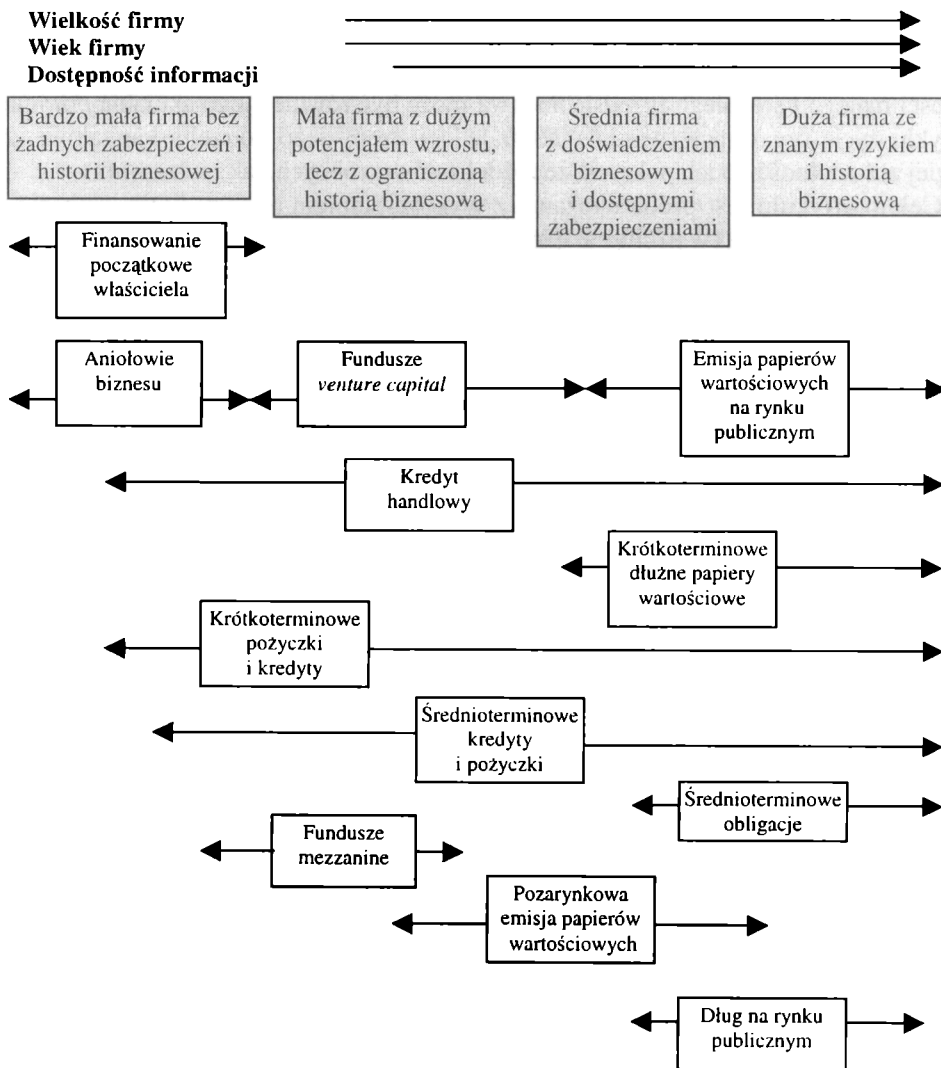
2. Struktura kapitałowa małego i średniego przedsiębiorstwa a faza jego rozwoju

Jak już wcześniej wspomniano, wyjaśnianie decyzji zarządzających małymi i średnimi firmami w obszarze doboru odpowiednich form pokrycia potrzeb finansowych może się odbywać na gruncie różnych teorii struktury kapitału, które w swej istocie muszą być transponowane i dopasowywane do specyficznych cech tej grupy przedsiębiorstw oraz zewnętrznych i wewnętrznych warunków kształtujących środowisko ich funkcjonowania. Wśród wielu prób charakterystyki struktury kapitałów MŚP znalazły się i takie, które ukierunkowywały się na poszukiwanie i formułowanie związków pomiędzy fazą rozwoju przedsiębiorstwa a jego skłonnością i zdolnością do pozyskania odpowiednich form finansowania [11; 1, s. 613-673; 2, s. 56-67]. Badania prowadzone nad tą problematyką potwierdzają istnienie zależności opisywanej stwierdzeniem, zgodnie z którym – zmiany w stadium rozwoju firmy odpowiadają zmianom w dostępie do źródeł finansowania oraz zmianom struktury jej kapitału.

Berger A. N. i Udell G., przedstawiając graficznie powyższą zależność (rys.1),

² Teoria i praktyka gospodarcza nie wypracowały dotychczas jednolitego poglądu co do czynników, które kształtują strukturę finansowania MŚP oraz ich znaczenia w decyzjach finansowych. W zbiorze tym znajdują się m.in. takie atrybuty, jak: wielkość, reputacja, struktura własności, relacje kredytowe itp.

stwierdzają, że nowe przedsiębiorstwa opierają zwykle swą działalność na zasobach ich właścicieli, gdyż są mało transparentne informacyjnie [1, s. 622]. Formą finansowania początkowej fazy działania przedsiębiorstwa stają się także kapitały pozyskiwane od przyjaciół, rodziny oraz kapitały pochodzące ze źródeł nieformalnych.



Rys. 1. Źródła finansowania a rozwój przedsiębiorstwa

Źródło: [1, s. 655].

Umiarkowany rozwój przedsiębiorstwa otwiera mu drogę do większej liczby dostępnych form finansowania, a co za tym idzie – do aktywnego kształtowania swej struktury kapitałowej. Dojrzewanie firmy daje możliwość obserwacji przez potencjalnych inwestorów jej dokonań, perspektyw, szans i zagrożeń, co obniża poziom asymetrii informacyjnej, a tym samym koryguje warunki wykorzystania krótkoterminowych form finansowania, przyjmujących formę kredytu handlowego, pożyczek i kredytów krótkoterminowych. Źródła te, w większości przypadków, stają się podstawowym sposobem finansowania potrzeb kapitałowych przy ograniczonym dostępie do kredytu długoterminowego i wykorzystania *equity finance* (zob. np. [2, s. 61]).

Zwiększenie własnych zasobów kapitałowych staje się czynnikiem umożliwiającym pozyskanie przez podmiot średnio- i/lub długoterminowego finansowania dłużnego, co może przekładać się na podniesienie poziomu zadłużenia, odpowiadającego zwiększeniu wielkości podmiotu i czasu jego funkcjonowania. Z drugiej strony zatrzymane zyski (kumulowane w czasie funkcjonowania przedsiębiorstwa) pozwalają obniżyć poziom wymaganego zadłużenia, a tym samym skorygować wartość wskaźników struktury kapitału uwzględniających ten parametr³.

Charakterystyka struktury kapitału małego i średniego przedsiębiorstwa, będąca przedmiotem prowadzonych rozważań, musi uwzględniać także kwestię oddziaływania jego zdolności rozwojowych na dobór i wykorzystanie odpowiednich form finansowania. Faktem jest, że szybko rozwijające się małe i średnie firmy lub przedsiębiorstwa, które (w ocenie potencjalnych kapitałodawców) rokują silny wzrost, mają możliwość wykorzystania dodatkowych form finansowania, rozszerzających wachlarz swobody decyzyjnej w obszarze wyboru odpowiedniej formuły pokrycia potrzeb kapitałowych w stosunku do tradycyjnych MSP (*business angel*, *venture capital*, fundusze mezzanine itp.).

Faktem jest również to, że część małych i średnich przedsiębiorstw świadomie powstrzymuje swój rozwój i wzrost, traktując je jako zagrożenie dla możliwości sprawowania funkcji kontrolnych przez ich właścicieli. R. Cressey i C. Olofsson raportują np. że „...w Szwecji prezentowana jest ogromna awersja do kontroli (definiowana jako niechęć do sprzedaży udziałów i akcji outsiderom). Okazuje się, że awersja ta występuje w różnym stopniu w większości firm i we wszystkich sektorach. Jednak jest ona większa i ważniejsza dla mniejszych podmiotów oraz istot-

³ Badania prowadzone nad problematyką finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w kontekście cyklu życia organizacji gospodarczej wskazują na możliwość korygowania przedstawionego modelu i dopasowywania go do specyficznych warunków funkcjonowania konkretnych małych i średnich podmiotów gospodarczych. Na przykład część z nich potwierdza przewagę zewnętrźnych źródeł finansowania firm znajdujących się w fazie startu nad źródłami wewnętrźnymi. Wytłumaczeniem tej zależności stać się może kwestia zaufania pośredników finansowych przypisywanego do zabezpieczeń transakcji kredytowych przyjmowanych na osobistym majątku właściciela oraz do sygnałów, jakie poprzez oferowanie takiego zabezpieczenia komunikuje przedsiębiorstwo i jego właściciel. Zob. [7, s. 8].

niejsza w przemyśle produkcyjnym w porównaniu z sektorem usług...” [4, s. 9]. Autorzy ci podkreślają ekstremalny rodzaj awersji do kontroli, przejawiający się w tym, iż połowa z 285 badanych firm skłania się raczej ku sprzedaży przedsiębiorstwa, mając do wyboru alternatywę przyjęcia nowych współwłaścicieli. Dostrzegają oni również preferencje dla kredytowych form finansowania przypisywane przez właścicieli firm nieukierunkowujących się na wzrost i rozwój. Według ich opinii preferencje dla kredytów są typowe również dla firm, których właściciele wykazują chęć rozwoju prowadzonej działalności [4, s. 9 i nast.]. R. Cressey i Ch. Olofsson stwierdzają także, iż firmy o ograniczonym potencjale wzrostowym lub te, które nie przyjmują takiej orientacji w strategii swej działalności, nie są atrakcyjne dla inwestorów zewnętrznych, nie gwarantując im pożądanej stopy zwrotu. To w ich opinii wskazuje, iż kapitał wewnętrzny kształtowany przez zatrzymany zysk i wkłady właścicieli jest oczekiwanym i akceptowanym źródłem finansowania takich przedsiębiorstw. Równolegle obniża się rola *equity finance*, jako źródła zasilania zewnętrznego. Kapitał ten wskazywany jest jako czynnik ograniczający kontrolę właścicielską w rosnących przedsiębiorstwach lub jego pozyskanie staje się niemożliwe dla małych i średnich jednostek o niskim poziomie stopy zwrotu (zob. [3, s. 87-96; 5, s. 3 i nast.]).

3. Wnioski

Analiza problematyki kształtowania struktury kapitału przez małe i średnie przedsiębiorstwa oraz zastosowania teorii cyklu życia przedsiębiorstwa do ustalania i oceny relacji zachodzących pomiędzy własnymi a obcymi formami finansowania działalności MŚP pozwala na sformułowanie dwóch wniosków o zróżnicowanej naturze.

Wniosek 1 – różnice pomiędzy MŚP a dużymi jednostkami gospodarczymi, dla których pierwotnie tworzono i weryfikowano teorie struktury kapitału, nie dają bezpośredniej podstawy do przenoszenia ich założeń na grunt sektora małych i średnich przedsiębiorstw i analizy ich decyzji finansowych. Niemożność wykorzystania kapitałów dostępnych na rynku publicznym, a co za tym idzie – brak obiektywnego mechanizmu oceny wartości takiego przedsiębiorstwa, ścisłe powiązanie funkcji właścicielskich i kontrolnych oraz wysoki poziom asymetrii informacyjnej to czynniki, które wskazują, iż podmioty te częściej wykorzystują źródła finansowania dla nich dostępne niż te, z których chciałyby skorzystać.

Wniosek 2 – praktyka gospodarcza pozytywnie weryfikuje możliwość zastosowania teorii cyklu życia przedsiębiorstwa do objaśnienia zachowań MŚP i jego otoczenia w obszarze doboru i wykorzystania różnych form finansowania (zob. rys. 2)⁴.

⁴ Wniosek ten intuicyjnie można rozciągnąć również na rodzime firmy z sektora MŚP, przy czym autor artykułu nie dotarł do wyników badań empirycznie weryfikujących występowanie tej zależności w Polsce.

Typowe źródło finansowania	<i>Pre-start-up</i>	<i>Start-up</i>	Wczesny wzrost	Ekspansja	Dojrzałość
Kapitał własny					
Rodzina					
Bank					
Wyspecjalizowane banki dla MŚP					
Dostawcy substytutów kapitału					
Regionalne agencje rozwoju					
Fundusze publiczne					
Zysk zatrzymany					
Inwestorzy nieformalni					
Fundusze <i>venture capital</i>					
Inwestorzy instytucjonalni					
Rynek kapitałowy					

Rys. 2. Dostępność źródeł finansowania a faza rozwoju MŚP

Źródło: [10, s. 19].

Ważną konstatacją związaną z zastosowaniem tej teorii jest stwierdzenie, iż wraz z przechodzeniem podmiotu do wyższych faz cyklu życia i rozwoju, a co zwykle za tym idzie – wraz ze zwiększaniem czasu funkcjonowania przedsiębiorstwa zmienia się struktura kapitałów jego oraz zdolność do jej kształtowania, oceniana przez możliwość wyboru zróżnicowanych instrumentów i form pokrycia potrzeb finansowych. Dlatego też miara, jaką jest wskaźnik zadłużenia, w przypadku teorii cyklu życia MŚP może opisywać: historyczną zdolność rozwojową przedsiębiorstwa, perspektywy rozwoju prowadzonej działalności i zdolność do generowania nadwyżki pieniężnej z jednej strony, z drugiej zaś skłonność ich właścicieli do dzielenia się kontrolą i odpowiedzialnością z zewnętrznymi kapitałodawcami.

Literatura

- [1] Berger A.N., Udell G., *The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle*, „Journal of Banking and Finance” 22 (6-8), August 1998.
- [2] Chittenden F., Hall G., Hutchinson P., *Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation*, „Small Business Economics” 1996 no. 8.
- [3] Cressey R., Olofsson Ch., *European SME Financing: An Overview*, „Small Business Economics” 1997 vol. 9.
- [4] Cressey R., Olofsson Ch., *Financing of SMEs: A Comparative Perspective*, NUTEK, Stockholm 1996.

- [5] Forsaith D., McMahon R., *Equity Financing Patterns amongst Australian Manufacturing SMEs*, School of Commerce Research Paper Series.
- [6] Gajka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- [7] Lucey B., *Capital Structure and the Financing of SMEs: Empirical Evidence from an Iris Survey*, Centre for Economic and Business Research, Copenhagen 2006.
- [8] Petit R., Singer R.F., *Small Business Finance: A Research Agenda*, „Financial Management” 1985 no. 14, vol. 3.
- [9] Stradomski M., *Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2004.
- [10] *Third Round Table Of Bankers and SMEs-Final Report*, Centre for Strategy & Evaluation Services, June 2000.
- [11] Weston J.F., Brigham E.F., *Managerial Finance*, 7th ed., Dryden Press, Hinsdale 1981.

THE STAGE OF ENTITY DEVELOPMENT AS THE FACTOR INFLUENCING CAPITAL STRUCTURE OF A SMALL AND MEDIUM ENTERPRISE

Summary

The objective of the hereby paper becomes an attempt to define interdependencies which occur between the capital structure of a small and medium enterprise and the stage of its development. The underlying reason for performed research (consisting in professional literature analysis) became the standpoint that changes in company's development referring to changes in its access to financing sources as well as changes in its capital structure. These interrelations could be explained on the basis of the life-cycle model, which became the subject matter of the conducted studies.