

Teresa Łuczka

Determinanty struktury kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach

Ekonomiczne Problemy Usług nr 80, 179-188

2011

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

TERESA ŁUCZKA

Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Lesznie
Politechnika Poznańska

DETERMINANTY STRUKTURY KAPITAŁU W MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTWACH

1. Pojęcie struktury kapitału

Przedsiębiorstwo, aby realizować przyjęte cele, musi dysponować odpowiednim wolumenem kapitału. Proces pozyskania kapitału odbywa się przez wybór i kombinację różnych źródeł finansowania, co znajduje ostateczny wyraz w strukturze kapitału. Struktura ta charakteryzuje się określoną proporcją między kapitałem własnym i obcym. Pozyskiwanie kapitału i kształtowanie jego struktury z jednej strony podlega wpływowi wielu czynników, z drugiej zaś wywiera wpływ na szereg zjawisk ekonomicznych w przedsiębiorstwie, takich jak np.: rentowność kapitału, zdolność płatnicza i w konsekwencji utrzymanie równowagi finansowej oraz realizacja suwerenności ekonomicznej i prawnej właściciela przedsiębiorstwa. Istotnym więc problemem jest określenie czynników kształtujących strukturę kapitału, które stanowi punkt wyjścia w badaniach nad gospodarką finansową przedsiębiorstw różnej wielkości.

W literaturze przedmiotu występuje wiele podejść do definicji struktury kapitału. Najczęściej przyjmuje się, że „struktura kapitału (lub struktura finansowa) jest szczególną kombinacją długoterminowego długu i kapitału własnego, który firma wykorzystuje na finansowanie swojej działalności”¹ lub „wzajemną proporcją pomiędzy kapitałem własnym i kapitałem obcym w pasywach firmy”². M. Perlitz nieco uściśla pojęcie struktury kapitału, sprowadzając je do relacji kapitału własnego i kapitału obcego (statystycznie rozumiane jako stopień zadłużenia) w przedsiębiorstwie. Podkreśla, że „struktura kapitału wpływa odpowiednio na wielkość ryzyka, wiarygodność kredytową, potencjalną płynność finansową przedsiębiorstwa i rentowność kapitału własnego”³.

W literaturze przedmiotu wskazuje się, że „decyzja o ustaleniu określonego wskaźnika: dług – kapitał własny nazywa się decyzją dotyczącą struktury kapitałowej lub decyzją

¹ S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 20.

² J. Tuczko, *Zrozumieć finanse firmy*, Difin, Warszawa 2002, s. 211.

³ M. Perlitz, *Internationales Management*, Stuttgart 2004, Ausg. 5, s. 502.

dotyczącą struktury finansowej”, a sam problem kształtowania struktury kapitału określany jest też jako jeden z trzech obszarów finansowania przedsiębiorstwa – obok finansowania inwestycji firmy i zarządzania jej kapitałem obrotowym⁴.

Struktura kapitału jest przedmiotem suwerennej decyzji właściciela lub właścicieli przedsiębiorstwa. Przedsiębiorca, podejmując decyzje co do struktury kapitału, ma na uwadze, że znajdują one ostateczny wyraz zarówno w kosztach pozyskania kapitału, jak i w wartości przedsiębiorstwa. Pytanie o wartość firmy jest pytaniem przede wszystkim o wartość akcji, a nie udział kapitałowy w małym i średnim przedsiębiorstwie, ponieważ jest przedmiotem szczególnego zainteresowania inwestorów giełdowych. W. Portisch pisze w związku z tym, że „struktura kapitału odzwierciedla związek między kapitałem własnym i obcym. Podział kapitału jest optymalny, kiedy rynkowa wartość kapitału własnego i obcego jest jako całość maksymalizowana”⁵.

Rozważania nad strukturą kapitału można zatem sprowadzić do rozważań nad optymalną strukturą kapitału, rozumianą niekiedy jako docelowa struktura kapitału przedsiębiorstwa. Optymalna struktura kapitału przedsiębiorstwa ta taka, która maksymalizuje wartość firmy i minimalizuje całkowity koszt kapitału. Rozważania w tym zakresie prowadzi się na tle i w związku z opodatkowaniem. Chodzi tu o możliwość wykorzystania efektu tarczy podatkowej i z tego punktu widzenia maksymalne zadłużenie tworzy optymalną strukturę kapitałową i w związku z niewypłacalnością przedsiębiorstwa lub jego bankructwa. Stąd uważa się, że optymalna struktura kapitału występuje, gdy „oszczędności podatkowe z tytułu dodatkowego długu są dokładnie równe dodatkowym kosztom niewypłacalności finansowej”⁶ i takie podejście charakteryzuje statyczną teorię struktury kapitału.

Przykładem dynamicznego podejścia jest propozycja J. Czekaja i R. Dreslera⁷, którzy wskazują szereg czynników wpływających na strukturę kapitału w przedsiębiorstwie. Czynniki te, najogólniej biorąc, można zaliczyć do trzech grup: rynkowych, finansowych i związanych z realizacją funkcji właścicielskich. Zdaniem autorów czynniki rynkowe charakteryzują pozycję przedsiębiorstwa na rynku i należą do nich: stabilna pozycja firmy na rynku, która gwarantuje uzyskiwanie stabilnych dochodów ze sprzedaży, oraz rozwój firmy mający na celu powiększanie pozycji na rynku zbytu i – w konsekwencji – powiększanie dochodów ze sprzedaży. Stałe lub wzrastające dochody przedsiębiorstwa sprzyjają korzystaniu z kapitału obcego, ponieważ stanowią naturalną gwarancję możliwości terminowych jego spłat.

Konieczność finansowania programów rozwoju firmy wymaga równocześnie poszukiwania dodatkowych źródeł finansowania. W dużych firmach jest to przedmiotem rozstrzygnięć czy z emisji akcji, czy kapitału obcego, a ponieważ koszty pozyskania tego ostat-

⁴ S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *op.cit.*, s. 533.

⁵ W. Portisch, *Finanzierung im Unternehmenszyklus*, Oldenburg Verlag, München 2008, s. 57.

⁶ S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *op.cit.*, s. 565.

⁷ Por. J. Czekaj, R. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 12.

niego są niższe, zatem firmy rosnące chętniej zaciągają dług, a więc powiększają udział kapitału obcego w strukturze kapitału. Czynniki finansowe kształtujące strukturę kapitału obejmują strukturę aktywów przedsiębiorstwa, rentowność produkcji oraz sposób finansowania wdrażania nowych produktów.

2. Zewnętrzne determinanty struktury kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach

Struktura kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach jest odzwierciedleniem cech strukturalnych gospodarki finansowej, a więc braku dostępu do efektów wielkiej skali produkcji i zbytu oraz braku dostępu do rynku kapitałowego⁸. J. Mugler, odnosząc się do struktury kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach, zwraca uwagę na specyfikę teorii struktury kapitału w przedsiębiorstwach tej wielkości⁹:

- struktura kapitału nie ma takiego znaczenia w małych firmach, jakie ma w dużych, co znajduje potwierdzenie na rynku kapitałowym,
- właściciele małych i średnich przedsiębiorstw stosują typowe dla nich preferencje w korzystaniu z kapitału,
- struktura kapitału musi odpowiadać poszczególnym fazom rozwoju przedsiębiorstwa,
- struktura kapitału odzwierciedla założone i realizowane cele w przedsiębiorstwie,
- struktura kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach kształtowana jest zgodnie z oczekiwaniami banków.

Determinanty struktury kapitału związane są z otoczeniem zewnętrznym małych i średnich przedsiębiorstw oraz z samymi przedsiębiorstwami tej wielkości¹⁰, co przedstawiono na rysunku 1.

Do najważniejszych podmiotów otoczenia zewnętrznego należą banki i instytucje finansowe, klienci, dostawcy i konkurenci. Banki i instytucje finansowe, prowadząc politykę finansową, regulują dopływ kapitału obcego – kredytu bankowego, leasingu i factoringu – do przedsiębiorstw tej wielkości. W ten sposób banki i instytucje finansowe, kształtując swoją politykę finansową, wpływają na gospodarkę finansową przedsiębiorstw i ich strukturę kapitału.

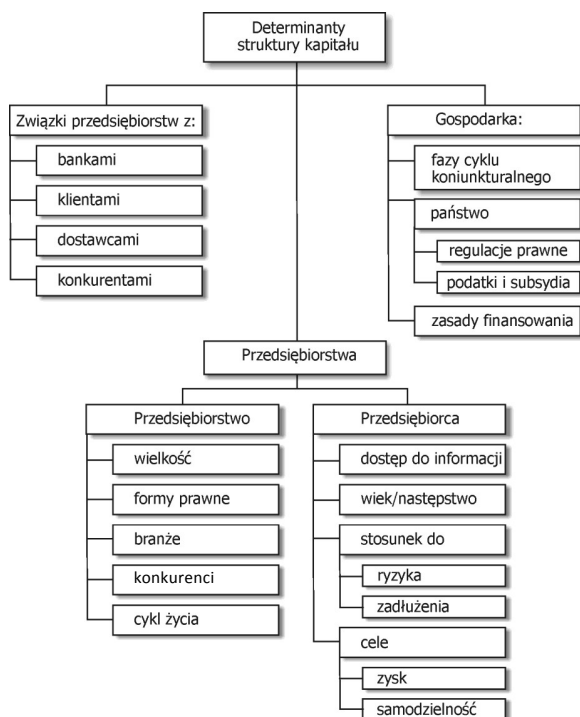
Relacje między bankiem a małymi i średnimi przedsiębiorstwami były przedmiotem badań już w latach 30. ubiegłego wieku, kiedy poszukiwano odpowiedzi na pytanie o przyczyny zróżnicowania oprocentowania kredytów bankowych. Badania ekonomistów amerykań-

⁸ Por. T. Łuczka, *Kapitał jako przedmiot gospodarki finansowej małego i średniego przedsiębiorstwa prywatnego. Wprowadzenie do finansów przedsiębiorstwa*, Wyd. Politechniki Poznańskiej, Poznań 1997, s. 40.

⁹ J. Mugler, *Betriebswirtschaftslehre der Klein- und Mittelbetriebe*, Vol. 2, Springer Verlag, Wien, New York 1999, s. 191.

¹⁰ Zob. D. van der Wijst, *Financial Structure in Small Business Theory, Tests, and Applications*, Springer-Verlag, Berlin-Heidelberg 1989, s. 83.

kańskich, a potem potwierdzone przez ekonomistów angielskich i niemieckich, dostarczyły podstaw do stwierdzenia, że wielkość przedsiębiorstwa jest tym czynnikiem. Istotne z tego punktu widzenia stały się wyniki badań J.K. Galbraitha, który wykazał zjawisko tzw. dyskryminacji kredytowej małych i średnich przedsiębiorstw, twierdząc, iż napotykają one istotne ograniczenia w dostępie do kredytu bankowego, szczególnie w okresie restrykcyjnej polityki banku centralnego¹¹.



Rysunek 1. Zewnętrzne i wewnętrzne determinanty struktury kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach

Źródło: D. van der Wijst, *Financial Structure in Small Business Theory, Tests and Applications*, Springer-Verlag, Berlin-Heidelberg 1989, s. 84.

W literaturze przedmiotu wyróżnia się dwa rodzaje ograniczeń w dostępie małych i średnich przedsiębiorstw do kredytu bankowego: ilościowe i jakościowe¹². Zjawisko dyskryminacji kredytowej, obok zjawiska *credit rationing*, którego punktem wyjścia jest teo-

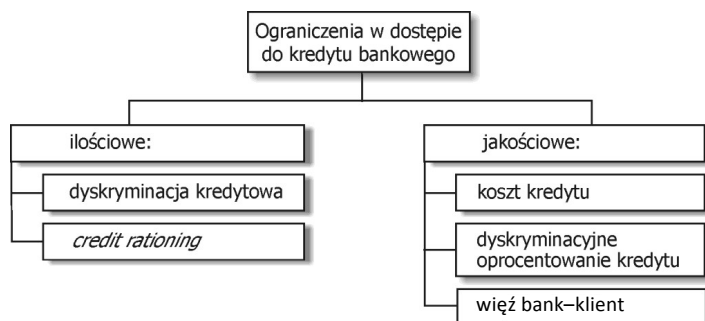
¹¹ J.K. Galbraith, *Market Structure and Stabilization Policy*, „The Review of Economics, and Statistics” 1957, Vol. 39, No. 2, s. 124–133.

¹² T. Łuczka, *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie. Wybrane aspekty mikro- i makroekonomiczne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Poznań–Warszawa 2001, s. 81.

ria asymetrycznej informacji J.E. Stiglitz i A. Weissa, należą do ograniczeń ilościowych. Wspólną cechą tych ograniczeń jest zwykła selekcja klientów, z pominięciem ceny kredytu, a więc rozdział kredytu bankowego następuje z pominięciem stopy procentowej¹³.

Wyrazem ograniczeń jakościowych jest oprocentowanie kredytu. Wyniki badań wskazują, iż cena kredytu dla małych i średnich przedsiębiorstw jest wyższa niż dla dużych i jest istotnym regulatorem dostępu MSP do tego źródła finansowania. Zróżnicowanie oprocentowania prowadzi do dwóch istotnych konsekwencji ekonomicznych, co wyraża się w tym, że powstają odrębne rynki kredytu bankowego: rynek małego kredytu oraz rynek dużego kredytu. Odmienne warunki dostępu do kredytu bankowego na obu rynkach wyznaczają odmienne możliwości i granice finansowania kredytem przedsiębiorstw w zależności od ich wielkości.

Przyczyn zróżnicowania kredytu upatruje się w wyższych kosztach jednostkowych małego kredytu oraz dyskryminacyjnym oprocentowaniu tego kredytu (oprocentowaniu, którego wysokość nie jest wyrazem zróżnicowania jego kosztu jednostkowego). Pewne możliwości uzyskania małego kredytu o niskim oprocentowaniu stwarza koncepcja więzi bank–klient, zgodnie z którą długoletni klienci banku o znanej mu wiarygodności kredytowej otrzymują propozycję niższej ceny.



Rysunek 2. Rodzaje ograniczeń w dostępie małych i średnich przedsiębiorstw do kredytu bankowego

Źródło: opracowanie własne.

Istotnym źródłem kapitału obcego dla małych i średnich przedsiębiorstw jest rynek pozabankowy, w tym rynek surogatów kapitału obejmujących leasing i factoring, które przyczyniają się do oszczędności kapitału¹⁴. Leasing i factoring powiązane są z rynkiem kredytu bankowego poprzez stopę procentową, co skutkuje ostatecznie tym, że są one droż-

¹³ *Ibidem*, s. 97.

¹⁴ *Ibidem*, s. 165 i n.

sze od kredytu bankowego. Zatem cena surogatów kapitału jest istotnym regulatorem dostępu małych i średnich przedsiębiorstw do tego rynku.

Dostawcy, udzielając kredytu handlowego, mogą również wywierać wpływ na strukturę kapitału w małym i średnim przedsiębiorstwie. Kredyt handlowy jest (1) istotnym elementem polityki zbytu produktów i usług, ponieważ służy powiększaniu sprzedaży, (2) jest elementem oferty handlowej i (3) jest wynikiem konkurencji dostawców na rynku zbytu. Warunki płatności oprocentowania kredytu handlowego w sytuacji przekroczenia terminu płatności są zróżnicowane w zależności od dostawcy. Kredyt handlowy pociąga odmienne niż kredyt bankowy skutki dla kapitałobiorcy, a zwłaszcza powoduje z jednej strony pogorszenie rentowności kapitału związane z wysoką ceną kredytu handlowego, a z drugiej – poprawia płynność finansową przedsiębiorstwa. Zdarza się, że może nawet stanowić jedyne źródło krótkoterminowego finansowania wzrostu ekonomicznego małego i średniego przedsiębiorstwa. Korzystanie z kredytu handlowego może się wiązać dodatkowo z koniecznością dostosowania się do warunków dostawcy, co może znaleźć wyraz w konieczności akceptacji gorszej jakości asortymentu w zamian za lepsze warunki kredytowania¹⁵.

Konkurencja jest istotnym czynnikiem kształtującym strukturę kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach. W związku z tym D. van der Wijst¹⁶ podkreśla, że „silna konkurencja może zniwelować zyski, co negatywnie wpływa na wielkość dochodów przedsiębiorstwa” – ze wszystkimi tego konsekwencjami (przyp. T.Ł).

Kolejnym elementem otoczenia wpływającym na strukturę kapitału jest gospodarka i jej wybrane aspekty, np.: fazy cyklu gospodarczego, rządowe regulacje i subsydia oraz zasady finansowania. Koniunktura gospodarcza różnicuje zachowania konsumentów i przedsiębiorców w poszczególnych jej fazach. I tak, po pierwsze, w recesji konsumenci generalnie powstrzymują się od konsumpcji, co oznacza w konsekwencji spadek popytu na rynkach cząstkowych i na rynku globalnym oraz spadek podaży globalnej, spadek wpływów ze sprzedaży i spadek zysku w przedsiębiorstwach.

Po drugie, polityka banku centralnego, banków komercyjnych i instytucji finansowych kształtuje się w zależności od fazy cyklu koniunkturalnego. W okresie ożywienia i boomu gospodarczego bank centralny prowadzi politykę trudnego i drogiego pieniądza, w wyniku której rośnie cena kredytu i instrumentów refinansowanych z kredytu bankowego. Natomiast w okresie spowolnienia gospodarczego i recesji bank centralny, chcąc ożywić procesy gospodarcze, zwłaszcza inwestycje, prowadzi politykę łatwego i taniego pieniądza, co znajduje wyraz w niższej cenie kredytu bankowego.

Po trzecie, cykl koniunkturalny różnicuje intensywność procesów utraty równowagi finansowej i bankructwa przedsiębiorstw. Dodatkowo może wystąpić efekt psychologiczny, który ma wpływ na podejmowane decyzje przez uczestników życia gospodarczego, którzy stają się bardziej ostrożni wskutek wzmożonej liczby bankructw partnerów biznesowych.

¹⁵ *Ibidem*, s. 142.

¹⁶ D. van der Wijst, *op.cit.*, s. 92.

W związku z tym rośnie ryzyko inwestowania i finansowania uczestników procesu gospodarczego, zwłaszcza małych i średnich przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa tej wielkości z uwagi na ograniczoną pozycję na rynku, cechy strukturalne, brak możliwości kształtowania podstawowych parametrów rynku, takich jak popyt i cena, oraz niższą – w porównaniu z dużymi przedsiębiorstwami – wiarygodność kredytową, pierwsze upadają wraz ze spadkiem podstawowych parametrów makroekonomicznych.

Z punktu widzenia czynników wyznaczających strukturę kapitału MSP istotne są regulacje rządowe, które mogą oddziaływać bezpośrednio lub pośrednio. Jak podkreśla się w literaturze przedmiotu, więcej uwagi poświęca się skutkom bezpośrednich regulacji, a w tym przede wszystkim podatków, które wpisane są w system społecznej gospodarki rynkowej. Przyjęta polityka reguluje wielkość dochodu zatrzymanego w przedsiębiorstwie i w konsekwencji wyznacza obok struktury kapitałowej granice ekspansji gospodarczej przedsiębiorstwa. Drugą stroną polityki podatkowej są rządowe subsydia pokrywające określone koszty, inwestycje oraz kredyty bankowe, co jest szczególnie interesujące z punktu widzenia małych i średnich przedsiębiorstw. W praktyce gospodarczej wielu krajów istnieje wiele sposobów realizacji systemu subsydialnego i zakresu jego centralizacji.

Zasady finansowania wywierają również określony wpływ na strukturę kapitału przedsiębiorstwa. Obejmują one ogólnie znane i stosowane w teorii oraz praktyce gospodarczej zależności między wybranymi wielkościami ekonomicznymi i finansowymi. Do najbardziej typowych należą tzw. złote zasady bilansu, reguła pokrycia długoterminowych aktywów przez długoterminowe zadłużenie, krótkoterminowych składników aktywów – krótkoterminowym zadłużeniem czy na przykład stosowana w Niemczech zasada, że wartość otrzymanego kredytu handlowego (zobowiązania z tytułu dochodów i usług) nie powinna przekraczać wartości udzielanego kredytu handlowego (należności z tytułu dostaw towarów i usług).

3. Wewnętrzne determinanty struktury kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach

W literaturze przedmiotu wewnętrzne determinanty kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach dzieli się na czynniki zależne od przedsiębiorstwa i od cech przedsiębiorcy (rys. 1). Jako najważniejszy z pierwszej grupy czynników, które obejmują formę prawną, branżę, sytuację finansową przedsiębiorstwa, zabezpieczenie w postaci nieruchomości oraz cykl życia, wskazuje się wielkość przedsiębiorstwa z kilku powodów:

- wyznacza ona możliwości pozyskania kapitału w ogóle,
- określa możliwości dostępu do zorganizowanych rynków kapitałowych,
- wpływa na ograniczenia gospodarki finansowej MSP wynikające z braku dostępu do efektów skali produkcji,
- przedsiębiorstwa tej wielkości w ograniczonym zakresie prowadzą planowanie finansowe, nie dysponują wyspecjalizowanymi kadrami.

W badaniach przeprowadzonych przez B. Gregory'ego, M. Rutherforda, S. Oswalda i L. Gardinera w Stanach Zjednoczonych w latach 1994–1995 stwierdzono¹⁷, że przede wszystkim wielkość firmy wyznacza strukturę kapitału oraz determinuje decyzję o wyborze źródeł finansowania. Obserwuje się, że wielkość przedsiębiorstwa jest istotnie skorelowana z wielkością zadłużenia w tych przedsiębiorstwach, które nie mają trudności w dostępie do obcego kapitału i nie postrzegają zadłużenia jako bariery ich finansowania i rozwoju. Jak podkreślają autorzy, skłonność do akceptacji długu rośnie proporcjonalnie do wielkości przedsiębiorstwa. W większych firmach obserwuje się większą skłonność do zadłużenia w porównaniu z małymi.

Forma prawna małego i średniego przedsiębiorstwa może wpływać na strukturę kapitału małego i średniego przedsiębiorstwa, szczególnie jeśli chodzi o możliwości dostępu do rynku kapitałowego, który otwiera istotne możliwości pozyskania kapitału. Ponadto w spółkach osobowych i kapitałowych struktura kapitału jest wynikiem decyzji udziałowców co do proporcji podziału zysku oraz ich uzgodnień co do struktury źródeł finansowania. Również w badaniach C. Mac an Bhairda i B. Luceya¹⁸ przeprowadzonych wśród małych i średnich przedsiębiorstw w Irlandii wielkość przedsiębiorstwa jest pozytywnie skorelowana z korzystaniem z długookresowego zadłużenia.

Jeśli chodzi o formy prawne MSP, które wyznaczają strukturę kapitału, to szczególną rolę odgrywa forma prawna firmy i stosunek właściciela lub właścicieli do proporcji podziału zysku w firmie. Istotny z tego punktu widzenia jest rodzaj prowadzonej działalności. Firmy produkcyjne wymagają większego kapitału na sfinansowanie majątku trwałego. Wyniki badań przeprowadzonych w duńskich MSP wskazują jednak, iż zróżnicowanie struktury kapitału w poszczególnych gałęziach przemysłu ma mniejszy wpływ w porównaniu z czynnikami leżącymi po stronie przedsiębiorstwa¹⁹. Jak twierdzi D. van der Wijst²⁰, rodzaj prowadzonej działalności może mieć dwójaki wpływ na pozyskanie kredytów bankowych: z jednej strony trudniejszy w branżach kapitałochłonnych, wymagających znacznych inwestycji, i w branżach wrażliwych na wahania popytu oraz z drugiej strony łatwiejszy w branżach szybko rosnących, stwarzających dobre perspektywy wzrostu dochodów. Odmienne w tej kwestii stanowisko prezentują S. Thornhill, G. Gellatly i A. Riding²¹, twierdząc, że pozyskanie kapitału i jego struktura w firmach branż rosnących są szczególnym proble-

¹⁷ B. Gregory, M. Rutherford, S. Oswald, L. Gardiner, *An Empirical Investigation of the Growth Cycle Theory of Small Firm Financing*, „Journal of Small Business Management” 2005, Vol. 43, Iss. 4, s. 382–392.

¹⁸ C. Mac an Bhaird, B.M. Lucey, *Determinants of the Capital Structure of SMEs: A Seemingly Unrelated Regression Approach*, Working Paper Service 2007, October, s. 1–21.

¹⁹ H. Degryse, P. Gocij, P. Kappert, *The Impact of Firm and Industry Characteristics on Small Firms' Capital Structure: Evidence from Dutch Panel Data*, „European Banking Center Discussion Paper” 2009, No. 3, s. 1–36.

²⁰ D. van der Wijst, *op.cit.*, s. 95.

²¹ S. Thornhill, G. Gellatly, A. Riding, *Growth history knowledge intensity and capital structure in small firms*, „Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance” 2004, January/February, Vol. 6 (1), s. 73–89.

mem, ponieważ w opinii banku związane są z większą nieprzewidywalnością pozycji firmy na rynku i generalnie jej wyższym ryzykiem finansowania.

Jeśli chodzi o związek między zyskowością a poziomem zadłużenia przedsiębiorstwa, to, jak twierdzą B. Gregory, M. Rutherford i L. Oswald na podstawie uzyskanych wyników badań, w małych firmach nie występuje taki związek, co stanowi kolejną egzemplifikację teorii *pecking order*, najlepiej objaśniających zachowania małych i średnich przedsiębiorstw w kwestii struktury kapitału i jej determinant.

Kolejnymi determinantami struktury kapitału w małym i średnim przedsiębiorstwie jest ogólna struktura źródeł finansowania, a więc źródła kapitału własnego, wielkość realizowanego zysku, relacje kapitału własnego do kapitału obcego, udział kredytu handlowego w ogólnym zadłużeniu oraz konieczność poręczenia kredytu nieruchomościami. W wielu badaniach wskazuje się na dodatkowy aspekt związany z możliwością dostępu małych i średnich przedsiębiorstw do kapitału obcego. Okazuje się, że właściciele przedsiębiorstw tej wielkości, którzy finansują swoje firmy kapitałem własnym, mogą skorzystać z finansowania zewnętrznego jedynie w wypadku zabezpieczenia go nieruchomościami²².

Jedną z istotnych determinant struktury kapitału jest efekt cyklu życia przedsiębiorstwa, zgodnie z którym, najkrócej ujmując – poszczególnym jego fazom odpowiada różna kombinacja źródeł finansowania i możliwości ich pozyskania²³.

Spośród czynników wpływających na strukturę kapitału uwarunkowanych cechami właściciela przedsiębiorstwa wymienia się dostęp do informacji, wiek, problem przekazania firmy, stosunek do ryzyka, zadłużenia, zysku i samodzielności. Do sprawnego zarządzania firmą przedsiębiorca powinien posiadać odpowiednią wiedzę, zwłaszcza w zakresie realiów gospodarki rynkowej, gospodarki finansowej, marketingu i budowania pozycji konkurencyjnej. Powinien również posiadać umiejętność wyszukiwania, selekcji i wykorzystywania informacji przydatnych w procesie decyzyjnym realizowanym w firmie, w tym z biernym i aktywnym wykorzystaniem Internetu²⁴.

W literaturze przedmiotu wskazuje się również wpływ wieku właściciela²⁵ i jego stosunku do ryzyka i zadłużenia na strukturę kapitału. Wykazano między innymi, że z wiekiem zmienia się postawa przedsiębiorców wobec problemu przekazania i dziedziczenia firmy. Ważny jest też stosunek przedsiębiorcy do korzystania z kapitału obcego w finansowaniu inwestycji, który znajduje wyraz na przykład w zjawisku tzw. mentalności kredytowej. Z kolei realizacja naczelnej cechy małego i średniego przedsiębiorstwa – samodzielności prawnej i ekonomicznej właściciela – znajduje często wyraz w preferowaniu własnych

²² Zob. G.C. Hall, P.J. Hutchinson, N. Michaelas, *Determinants of the Capital Structures of European SMEs*, „Journal of Finance & Accounting” 2004, Vol. 31, 5–6, s. 711–728.

²³ Zob. W. Portisch, *op.cit.*, s. 59.

²⁴ T. Łuczka, *Internet as the development factor of small and medium-sized enterprises in the conditions of internationalization and globalization*, w: *Creation of Social Capital*, red. J. Przybyśz, Publishing House of Poznań University of Technology, Poznań 2009, s. 141–156.

²⁵ Zob. G.C. Hall, P.J. Hutchinson, N. Michaelas, *op.cit.*, s. 715.

środków w miejsce stosowania kapitału obcego, ponieważ związane jest to z koniecznością udzielania kapitałodawcy wglądu w sprawy firmy.

Podsumowanie

Problematyka struktury kapitału w przedsiębiorstwach, zwłaszcza w mikro, małych i średnich, jest niezwykle istotna poznawczo i wymaga szczegółowych badań. Struktura ta podlega kształtowaniu przez różne czynniki, a równocześnie proporcje kapitału własnego i obcego mają znaczenia dla gospodarki finansowej przedsiębiorstw i w konsekwencji wyznaczają ich pozycję w strukturze rynku oraz granice ekspansji gospodarczej całego sektora małych i średnich przedsiębiorstw. W związku z tym ekonomiści w wielu krajach zachodnich poświęcają wiele uwagi tej problematyce i projektują kierunki dalszych badań. Również w Polsce rysuje się potrzeba podjęcie szerszych badań w tym obszarze, nawiązujących zarówno do dorobku i głównych nurtów badań w krajach o dłuższej tradycji gospodarki rynkowej, jak i podjęcie próby zidentyfikowania nowych, specyficznych cech i czynników związanych z zaledwie dwudziestoletnim funkcjonowaniem transformowanej gospodarki, poszczególnych jej segmentów oraz społeczeństwa w nowym otoczeniu. Wyniki badań mogą być pomocne w formułowaniu kierunków polityki gospodarczej państwa, zwłaszcza w zakresie tworzenia i doskonalenia instrumentów i instytucji finansowych dla tych przedsiębiorstw, a więc elementów infrastruktury przedsiębiorczości.

CAPITAL STRUCTURE'S DETERMINANTS IN THE SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES

Summary

SME in order to achieve their goals have to possess a proper amount of capital. It can be gained from a variety of sources which influences the capital structure. The most important is the relationship between own and foreign capital. The factors influencing SMEs' capital structure are important basement for research.

Translated by Teresa Luczka