

**Bożena Kołosowska, Ewa
Chojnacka**

**Pojemność zadłużeniowa jako
czynnik wpływający na strategię
finansowania MSP w świetle teorii
hierarchii źródeł finansowania**

Ekonomiczne Problemy Usług nr 34, 43-50

2009

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.

BOŻENA KOŁOSOWSKA

UMK w Toruniu

EWA CHOJNACKA

UTP w Bydgoszczy

**POJEMNOŚĆ ZADŁUŻENIOWA
JAKO CZYNNIK WPLYWAJĄCY NA STRATEGIĘ FINANSOWANIA MSP
W ŚWIELE TEORII HIERARCHII ŹRÓDEŁ FINANSOWANIA**

Wprowadzenie

W teorii hierarchii źródeł finansowania pojemność zadłużeniowa jest istotnym czynnikiem, wpływającym na strukturę kapitału, ponieważ określa, czy firmy mogą swobodnie wybierać kolejne źródła kapitału, czy też kapitał obcy jest niedostępny dla firmy. Problem ten spowodował rozróżnienie prostej i zmodyfikowanej teorii hierarchii źródeł finansowania. Opisywana przez teorię hierarchia jest konsekwencją kosztów wynikających z asymetrii informacji oraz dodatkowo z kosztów transakcyjnych. Tak więc można zauważyć, że istnieją silne przesłanki wskazujące, że teoria hierarchii źródeł finansowania powinna dobrze opisywać sposób finansowania małych i średnich przedsiębiorstw. Ta grupa podmiotów gospodarczych jest narażona na wyższe koszty asymetrii informacji. W porównaniu do dużych firm małe i średnie przedsiębiorstwa są mniej znane na rynku oraz nie posiadają długiej historii działalności. Dodatkowo, znaczenie tych przedsiębiorstw w gospodarce sprawia, że istotne jest rozpoznanie czynników, wpływających na strukturę kapitału.

Celem artykułu jest zbadanie, czy pojemność zadłużeniowa może być ważnym czynnikiem wpływającym na sposób finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania. W pracy zostaną przedstawione istniejące w literaturze przedmiotu definicje pojemności zadłużeniowej oraz sposoby jej badania. Ponadto zostanie scharakteryzowana zmodyfikowana teoria struktury kapitału a także zostaną zaprezentowane wybrane wyniki badań odnoszących się do małych i średnich przedsiębiorstw, które będą podstawą sformułowania wniosków, dotyczących wpływu pojemności zadłużeniowej na strategię finansowania tych firm.

Definicja pojemności zadłużeniowej

W literaturze przedmiotu istnieją różne definicje pojemności zadłużeniowej. Myers, twórca teorii hierarchii źródeł finansowania, zdefiniował pojemność zadłużeniową jako punkt, w którym kolejne emisje kapitału obcego spowodują wystąpienie znaczących dodatkowych kosztów¹. Będą to koszty związane z możliwością wystąpienia trudnej sytuacji finansowej czy też koszty bankructwa. W wybranych badaniach empirycznych nad teorią hierarchii źródeł finansowania pojemność zadłużeniową zdefiniowano dość ogólnie, jako wystarczająco wysoki wskaźnik zadłużenia, powodujący wystąpienie kosztów trudnej sytuacji finansowej². Jednak takie sformułowanie sugeruje, że koszty negatywnej selekcji, wywołane przez asymetrię informacyjną, dominują w przypadku firm o umiarkowanych wskaźnikach zadłużenia, natomiast w sytuacjach krańcowych, takich jak maksymalny poziom zadłużenia, pojawiają się dodatkowe czynniki, wskazywane przez konkurencyjną względem teorii hierarchii źródeł finansowania, teorię substytucji i to one zajmują pozycję dominującą.

Pojemność zadłużeniowa w świetle teorii substytucji jest rozumiana jako taka wartość zadłużenia, przy której struktura kapitału jest optymalna³, czyli maksymalizująca wartość firmy. Podobnie pojemność zadłużeniowa zdefiniowana jako moment, po przekroczeniu którego dalsze zwiększenie zadłużenia redukuje wartość firmy, nawiązuje do koncepcji docelowej struktury kapitału, zgodnej z podejściem teorii substytucji.

W związku z możliwymi różnymi ujęciami pojemności zadłużeniowej będziemy przyjmować definicję zaproponowaną przez Myersa.

Ważnym elementem jest wskazanie, jak pojemność zadłużeniowa może być charakteryzowana i badana. Ze względu na brak bezpośrednich analiz dotyczących wpływu pojemności zadłużeniowej na strategię finansowania MSP, wnioskowanie zostanie przeprowadzone dwustopniowo. W pierwszej kolejności zostaną przedstawione zmienne, wykorzystywane w modelach, dotyczących dużych przedsiębiorstw. Następnie, na podstawie dostępnych badań nad MSP, w oparciu o te zmienne, które mogą charakteryzować pojemność zadłużeniową, zostanie przeprowadzona próba określenia wpływu pojemności zadłużeniowej na strategię finansowania MSP.

W swoim badaniu Lemmon i Zender⁴ wskazują, że te same czynniki, które determinują poziom kapitału obcego również wpływają na zakres, w jakim zwiększenie zadłużenia

¹ S.C. Myers, *The Capital Structure Puzzle*, „Journal of Finance” 1984, nr 39, s. 585.

² Por. np.: L. Shyam-Sunder, S.C. Myers, *Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure*, „Journal of Financial Economics” 1999, nr 51; R.S. Chirinko, A.R. Singha, *Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure: a critical comment*, „Journal of Financial Economics” 2000, nr 58.

³ M. Jerzemowska, *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 16.

⁴ M.L. Lemmon, J.F. Zender, *Debt capacity and tests of capital structure theories*, [on-line], (dostęp 15 czerwiec 2008), s. 14–15. Dostępny w World Wide Web: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=334780.

może finansować deficyt. Zatem tradycyjne czynniki, wpływające na poziom zadłużenia, takie jak: wielkość firmy, wiek firmy, udział aktywów trwałych czy wskaźnik wartości rynkowej do księgowej również wpływają na koszt emisji długu wobec tego także oddziałują na pojemność zadłużeniową⁵.

Inne podejście badawcze obejmuje zależność pomiędzy pojemnością zadłużeniową a aktualnym zadłużeniem – można mówić wówczas o wąskim ujęciu pojemności zadłużeniowej oraz o szerokim ujęciu, które oprócz poziomu zadłużenia bierze pod uwagę również płynność finansową utrzymywaną przez firmę, czyli możliwość spłacenia stałych zobowiązań wynikających z zaangażowania kapitału obcego⁶. Vanacker oraz Manigart, komentując badanie Lemmona i Zendera, wskazują, że autorzy, charakteryzując pojemność zadłużeniową firmy, brali pod uwagę tylko wielkość zadłużenia. Być może opisując pojemność zadłużeniową, należy uwzględnić również zdolność firm do spłaty długu z operacyjnych przepływów pieniężnych. Może to odzwierciedlać sytuację, w której firmy, charakteryzujące się niskim stopniem zadłużenia, będą miały niewystarczającą pojemność zadłużeniową, a więc ograniczone możliwości zwiększenia zadłużenia ze względu na niską zdolność do spłaty odsetek i pożyczonego kapitału. Kolejne stałe zobowiązania, zwiększające ryzyko płynności w określonym momencie, spowodują zmniejszenie całkowitej wartości długu. Dlatego firmy z niskimi przepływami pieniężnymi mogą oceniać, że zwiększenie zadłużenia jest mniej korzystne (lub nawet niemożliwe) od pozyskania zewnętrznego kapitału własnego i w ten sposób są niejako zmuszone do przejścia w dół w hierarchii źródeł finansowania. Zatem pojemność zadłużeniowa jest zależna nie tylko od aktualnego poziomu zadłużenia firmy, ale także od zdolności spłaty stałych obciążeń związanych z nowym zadłużeniem⁷.

Podsumowując, do oceny wpływu pojemności zadłużeniowej w oparciu o wybrane badania czynników, wpływających na strukturę kapitału w MSP, będą brane pod uwagę następujące zmienne:

- wielkość firmy – zakłada się, że wraz ze wzrostem firmy wzrasta pojemność zadłużeniowa,
- udział aktywów trwałych – zakłada się dodatnią zależność z pojemnością zadłużeniową ze względu na niższe koszty długu oraz zabezpieczenie dla wierzycieli,
- wskaźnik zadłużenia – zakłada się, że im wyższy udział kapitału obcego, tym niższa pojemność zadłużeniowa możliwa do wykorzystania,

⁵ Powoduje to, że dwie konkurencyjne teorie struktury kapitału: teoria substytucji i teoria hierarchii źródeł finansowania mając w zakresie wskazanych czynników te same przewidywania nie są rozróżnialne. Jednakże w niniejszym badaniu nie została podjęta próba rozróżnienia ww. teorii, lecz wskazania znaczenia pojemności zadłużeniowej.

⁶ T. Vanacker, S. Manigart, *Incremental Financing Decisions in High Growth Companies: Pecking Order and Debt Capacity Considerations*, Vlerick Leuven Gent Working Paper Series 2007/22, [on-line], (dostęp 15 czerwiec 2008), s. 9–10. Dostępny w World Wide Web: <http://www.vlerick.com/en/knowres/publications/working/6294-VLK.html>.

⁷ *Ibidem*, s. 10.

- wskaźnik płynności – zakłada się zależność dodatnią, wyższy wskaźnik płynności wpływa na wzrost pojemności zadłużeniowej.

Zmodyfikowana teoria hierarchii źródeł finansowania

Zgodnie z założeniami Myersa, firma podąża za hierarchią źródeł finansowania, jeżeli przedkłada wewnętrzne źródła kapitału nad zewnętrznymi, zaś w przypadku korzystania z zewnętrznych źródeł woli kapitał obcy od kapitału własnego. W praktyce jedynie firmy mające niewykorzystaną pojemność zadłużeniową będą w stanie swobodnie korzystać z kapitału obcego. W przypadku wykorzystanej pojemności zadłużeniowej wskazana kolejność może ulec zachwianiu, co zostało przedstawione jako zmodyfikowana teoria hierarchii źródeł finansowania⁸. Zgodnie z tą teorią, firma może planować, że część przeciętnych wydatków inwestycyjnych zostanie sfinansowana ze źródeł nowego kapitału obcego. Podejmując decyzję o zwiększeniu zadłużenia, firma stara się jednocześnie ograniczać zadłużenie, tak aby utrzymać dług na bezpiecznym poziomie – wolnym od ryzyka niewypłacalności. Wynika to, po pierwsze, z chęci unikania jakichkolwiek materialnych kosztów trudnej sytuacji finansowej, po drugie, z utrzymania swobody finansowej w formie rezerwowej zdolności pożyczkowej, czyli utrzymywania poziomu zadłużenia poniżej pojemności zadłużeniowej.

Teoria nie wskazuje wyraźnie, kiedy firmy są skłonne do emisji kapitału własnego oraz jakie są czynniki wpływające na taką decyzję. W przeciwieństwie do prostej teorii hierarchii źródeł finansowania, identyfikuje zarówno koszty asymetrii informacyjnej, jak i koszty trudnej sytuacji finansowej. Firma, w miarę podążania za wskazaną hierarchią źródeł finansowania, ma do czynienia z wyższym prawdopodobieństwem wystąpienia kosztów trudności finansowych oraz z wyższym prawdopodobieństwem wystąpienia sytuacji, w której projekty o dodatniej wartości bieżącej netto będą odrzucane, ponieważ przedsiębiorstwo nie będzie skłonne finansować ich, emitując akcje zwykłe czy inne ryzykowne papiery wartościowe. Skutkiem tego firma może rozważyć zredukowanie tych kosztów poprzez wcześniejszą emisję akcji, nawet jeżeli nowy kapitał własny nie jest wówczas niezbędny do sfinansowania inwestycji rzeczowych. Pozwala to przesunąć się w dół w hierarchii źródeł finansowania. Zatem swoboda finansowa, która obejmuje płynne aktywa oraz rezerwową zdolność pożyczkową ma swoją wartość, którą firmy mogą osiągnąć poprzez racjonalnie zaplanowaną emisję kapitału własnego. W ten sposób firma zachowuje pojemność zadłużeniową w celu finansowania przyszłego wzrostu, eliminuje koszty funkcjonowania na granicy pojemności zadłużeniowej, a także jednokrotnie ponosi koszty redukcji ceny istniejących akcji oraz stałe koszty emisji.

⁸ Oprac. na podst. S.C. Myers, *op.cit.*, s. 589–590.

Wyniki badań empirycznych

Teorie struktury kapitału są najczęściej tworzone oraz weryfikowane w odniesieniu do dużych przedsiębiorstw, często publicznych spółek akcyjnych, które posiadają najszerzy dostęp do źródeł kapitału. Jednak ze względu na znaczenie małych i średnich przedsiębiorstw w gospodarce warto zwrócić uwagę na tę grupę firm. Poniższe tabele przedstawiają wybrane weryfikowane hipotezy oraz zależności, dotyczące czynników, wpływających na strukturę kapitału, które jednocześnie determinują pojemność zadłużeniową.

Przypadek przedsiębiorstw irlandzkich⁹

Badanie przeprowadzono na próbie 299 małych i średnich przedsiębiorstw.

Tabela 1

Determinanty struktury kapitału w przedsiębiorstwach irlandzkich

Hipotezy	Wynik badania i wnioski odnośnie pojemności zadłużeniowej
Wykorzystanie osobistych oszczędności przez właścicieli MSP (powiększonych o fundusze od znajomych) jest negatywnie powiązane z wielkością przedsiębiorstwa – nowo powstałe firmy oraz te, znajdujące się we wczesnej fazie rozwoju są z reguły mniejsze niż dojrzałe, starsze firmy a także są w większym stopniu uzależnione od osobistych oszczędności właścicieli.	Hipoteza zweryfikowana pozytywnie. Wraz ze wzrostem wielkości przedsiębiorstwa zwiększa się pojemność zadłużeniowa, a więc i dostęp do kapitału obcego.
Wykorzystanie zysków zatrzymanych jest dodatnio powiązane z wielkością przedsiębiorstwa – młode, małe firmy z reguły szybko się rozwijają, co wymaga reinwestycji zysków zatrzymanych.	Hipoteza zweryfikowana pozytywnie. Firmy wykazujące zyski mają wyższą pojemność zadłużeniową,
Wykorzystanie kapitału obcego jest dodatnio powiązane z dostarczeniem zabezpieczenia – wymaganie zabezpieczenia jest związane z kosztami asymetrii informacyjnej oraz kosztów agencji.	Hipoteza pozytywnie zweryfikowana. Zabezpieczenie w postaci aktywów trwałych przedsiębiorstwa lub też osobistych gwarancji właściciela zwiększa pojemność zadłużeniową.
Wykorzystanie zadłużenia jest dodatnio powiązane z wielkością przedsiębiorstwa – kapitał obcy jest droższy dla mniejszych firm ze względu na koszty asymetrii informacyjnej, z reguły wyższe koszty transakcyjne oraz koszty bankructwa.	Hipoteza zweryfikowana pozytywnie. Wraz ze wzrostem wielkości przedsiębiorstwa zwiększa się pojemność zadłużeniowa, a więc i dostęp do kapitału obcego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bhaird C., Lucey B. op. cit., s. 3–6, 10, 17.

⁹ C. Bhaird, B. Lucey, *Determinants of the Capital Structure of SMEs: A Seemingly Unrelated Regression Approach*, [on-line], (dostęp 15 grudzień 2008), s. 3–6, 10, 17. Dostępny w World Wide Web: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1018383.

Przypadek przedsiębiorstw hiszpańskich¹⁰

Badanie przeprowadzono na próbce 6482 małych i średnich przedsiębiorstw w okresie 1994–1998.

Tabela 2

Determinanty struktury kapitału w przedsiębiorstwach hiszpańskich

Hipotezy	Wynik badania i wnioski odnośnie pojemności zadłużeniowej
Zadłużenie przedsiębiorstwa jest dodatnio powiązane z trwałością aktywów.	Hipoteza nie została potwierdzona.
Wielkość przedsiębiorstwa pozytywnie wpływa na poziom kapitału obcego.	Hipoteza pozytywnie zweryfikowana. Wielkość przedsiębiorstwa również wpływa pozytywnie na poziom pojemności zadłużeniowej.
Płynność firmy wpływa na strukturę kapitału przedsiębiorstwa.	Hipoteza nie została potwierdzona.
Wielkość zadłużenia przedsiębiorstwa jest negatywnie powiązana z poziomem przepływów pieniężnych.	Hipoteza pozytywnie zweryfikowana. Ujemna zależność między wielkością zadłużenia a poziomem przepływów pieniężnych potwierdza wykorzystywanie w pierwszej kolejności wewnętrznych źródeł finansowania. W odniesieniu do pojemności zadłużeniowej dodatnia zależność pozwalałaby wnioskować o zwiększeniu pojemności.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: F. Sogorb-Mira, J. López-Gracia, *op.cit.*, s. 6–7, 10.

Przypadek przedsiębiorstw polskich¹¹

Badanie zostało przeprowadzone w oparciu o dane finansowe polskich małych i średnich przedsiębiorstw, zgromadzonych w bazie „Amadeusz”. Okres badania obejmuje lata 1998–2002.

¹⁰ F. Sogorb-Mira, J. López-Gracia, *Pecking Order Versus Trade-off: An Empirical Approach to The Small and Medium Capital Structure*, [on-line], (dostęp 15 grudzień 2008), s. 6–7, 10. Dostępny w World Wide Web: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=393160.

¹¹ L.F. Klapper, V. Sarnia-Allende, R. Zaidi, *A Firm-Level Analysis of Small and Medium Size Enterprise Financing in Poland*, World Bank Policy Research Working Paper 3984 [on-line], (dostęp 15 grudzień 2008), s. 6, 17–19. Dostępny w World Wide Web: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=922464.

Tabela 3

Determinanty struktury kapitału w przedsiębiorstwach polskich

Badana zależność	Wynik badania i wnioski odnośnie pojemności zadłużeniowej
Dodatnia zależność między wielkością przedsiębiorstwa a poziomem zadłużenia.	Badania potwierdziły przewidywaną dodatnią zależność. Wielkość przedsiębiorstwa zwiększa pojemność zadłużeniową.
Dodatnia zależność między udziałem trwałych aktywów a poziomem zadłużenia.	Badania potwierdziły przewidywaną dodatnią zależność. Wyższy udział aktywów trwałych wpływa na zwiększenie pojemności zadłużeniowej, ponieważ określa on możliwości zabezpieczenia kapitału obcego, co obniża koszt długu. Obniża również koszty trudnej sytuacji finansowej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: L.F. Klapper, V. Sarnia-Allende, R. Zaidi, *op.cit.*, s. 17–19.

Wnioski

Generalnie hierarchia źródeł finansowania powinna być zachowana: właściciele MSP w pierwszej kolejności korzystają z własnych oszczędności oraz zysków zatrzymanych, następnie z krótkoterminowego kapitału obcego, długoterminowego zadłużenia a w ostateczności z kapitału własnego nowych inwestorów (udziałowców). Powyższa kolejność może zostać zachwiana przez różne czynniki. Istotne znaczenie ma pojemność zadłużeniowa, której przekroczenie może spowodować, że przedsiębiorstwa nie będą w stanie zwiększyć zadłużenia lub stanie się to nieopłacalne, a zatem to kapitał własny będzie preferowanym źródłem kapitału zewnętrznego. Badania obejmujące MSP potwierdzają, że jest to grupa przedsiębiorstw w odniesieniu do których problem pojemności zadłużeniowej może być szczególnie istotny ze względu na zależność pojemności zadłużeniowej od takich czynników jak wielkość firmy czy udział aktywów trwałych, zwłaszcza, że są one brane pod uwagę przez wierzycieli. Zatem bardziej adekwatna do opisu strategii finansowych będzie zmodyfikowana teoria struktury kapitału. Jednak należy pamiętać, że różne czynniki, w tym również nie dające się skwantyfikować, mogą być źródłem występowania zmodyfikowanej hierarchii. Właściciele MSP mogą poszukiwać zewnętrznego kapitału własnego jako sposobu uzyskania dodatkowej wartości w formie: wnoszonych zdolności biznesowe, kontaktów handlowych czy dostępu do ważnych sieci. Z drugiej strony można oczekiwać, że przedsiębiorcy, chcąc samodzielnie prowadzić działalność, będą się raczej skłaniali do

korzystania z kapitału obcego niż własnego¹². Jednak zdolność przedsiębiorców do uzyskania kapitału obcego może być ograniczona przez brak wystarczających zabezpieczeń na majątku osobistym.

DEBT CAPACITY AS A DETERMINANT OF FINANCING STRATEGY IN SME

Summary

The capital structure is influenced by many factors. This article aim is to research the impact of debt capacity according to Myer's modified pecking order theory. Generally internally generated funds are preferred source of financing. But if external funds are required SME are often forced to use equity due to debt capacity concerns. Therefore the modified pecking order taking into consideration the issue of debt capacity seems to be a good description of financing structure in SME.

¹² P. Stuart, G. Whittam, J. Wyper, *The pecking order hypothesis: does it apply to start-up firms?*, „Journal of Small Business and Enterprise Development” 2007, nr 1, s. 16.