

# Krzysztof Janasz

---

## Teoretyczne aspekty koncepcji kapitału w finansowaniu procesów innowacyjnych

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 39, 205-212

---

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](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

KRZYSZTOF JANASZ

Uniwersytet Szczeciński

## TEORETYCZNE ASPEKTY KONCEPCJI KAPITAŁU W FINANSOWANIU PROCESÓW INNOWACYJNYCH<sup>1</sup>

### Wprowadzenie

Doświadczenia krajów wysoko rozwiniętych wskazują, że innowacje są siłą motoryczną każdej gospodarki, decydującą o potencjale wzrostu w długim okresie. Istnieje pozytywna zależność pomiędzy intensywnością inwestycji w badania i rozwój, a poziomem rozwoju gospodarczego i konkurencyjnością gospodarki. Państwa, które mają najwyższe wskaźniki intensywności inwestycji w badania i rozwój mają jednocześnie wiodącą gospodarkę w skali światowej<sup>2</sup>. Wskaźnik intensywności inwestycji w badania i rozwój to relacja łącznych inwestycji w badania i rozwój do łącznej wartości PKB w danym kraju<sup>3</sup>.

Polskie przedsiębiorstwa niewątpliwie potrzebują kapitału. Bez niego nie mogą one pozytywnie wpływać na wzrost gospodarczy w naszym kraju. Wewnętrzne zasoby kapitałowe generowane przez przekształcanie krajowych oszczędności w inwestycje są wciąż zbyt niskie w porównaniu z potrzebami polskiej gospodarki. Spowodowane to jest kombinacją negatywnych czynników:

- niskim poziomem zakumulowanego do tej pory kapitału inwestycyjnego,
- niską stopą oszczędności w Polsce,
- wciąż niskim poziomem PKB *per capita*.

Realizacja przedsięwzięć innowacyjnych, umożliwiających rozwój przedsiębiorstwa i wzrost jego wartości, wymaga pozyskania kapitału, który sfinansuje te inwestycje. Napływ kapitału do przedsiębiorstwa jest możliwy w sytuacji, gdy potencjalni inwestorzy są przekonani, że inwestycje kapitałowe w wybrane przedsiębiorstwo przyniosą oczekiwaną przez nich stopę zwrotu przy akceptacji ryzyka, jakie towarzyszy każdej działalności gospodarczej.

---

<sup>1</sup> Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2008–2010 jako projekt badawczy.

<sup>2</sup> Do krajów tych zaliczamy między innymi: Finlandię, Japonię, USA i Niemcy.

<sup>3</sup> M. Wrzesiński: *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*. Szkoła Główna Handlowa, Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2006, s. 255.

W przedsiębiorstwie dochodzi do połączenia dwóch procesów<sup>4</sup>:

- inwestowania kapitału przez właścicieli i wierzycieli w przedsiębiorstwo,
- inwestowania kapitału przez przedsiębiorstwo w prowadzoną przez nie działalność.

Głównym celem artykułu jest przedstawienie teoretycznej koncepcji kapitału, który finansować może projekty prorozwojowe oraz innowacje. Ważne jest aby przedsiębiorstwa decydujące się na wprowadzenie innowacji potrafiły wybrać i zdobyć kapitał, który zostanie wykorzystany w sposób optymalny i bez szkody dla przedsiębiorstwa.

### **Strategia finansowa innowacyjnych przedsiębiorstw**

Decyzje finansowe podejmowane przez zarząd przedsiębiorstwa, polegające na pozytywnym wyważeniu źródeł finansowania, czyli zapewnieniu przedsiębiorstwu kapitału w odpowiedniej wielkości, strukturze rodzajowej i terminowej, muszą być ściśle powiązane z decyzjami inwestycyjnymi, czyli wydatkowaniem pozyskanego kapitału tak, aby rentowność inwestycji co najmniej pokrywała koszt tego kapitału.

Niezwykle ważne jest więc skonstruowanie strategii finansowej, która powinna precyzować zasady zarządzania kapitałem w przedsiębiorstwie w dłuższym okresie. Strategia finansowa stanowi kombinację strategicznych decyzji w zakresie finansowania przedsiębiorstwa i jego działalności innowacyjnej i inwestycyjnej oraz w zakresie kształtowania polityki dywidend. Można zatem stwierdzić, że strategia finansowa przedsiębiorstwa obejmuje zarówno strategię finansowania, jak i strategię inwestowania, jakie zamierza realizować kierownictwo firmy, oraz strategiczne decyzje dotyczące zasad podziału wypracowanego zysku i wypłat dywidend<sup>5</sup>.

Opracowanie strategii finansowej wymaga przeprowadzenia analizy strategicznej przedsiębiorstwa z punktu widzenia bilansowania się potrzeb kapitałowych przedsiębiorstwa, niezbędnych do dalszego funkcjonowania i planowanego rozwoju z zasobami kapitałowymi, którymi może dysponować dane przedsiębiorstwo.

Każde przedsiębiorstwo potrzebuje kapitału. Decyzje finansowe odgrywają wiodącą i integralną rolę w procesie zarządzania. Wszystkie przedsięwzięcia w przedsiębiorstwie, które zapewniają mu kapitał i służą kształtowaniu struktury źródeł finansowania w konkretnych warunkach rynkowych, składają się na proces finansowania. Niezwykle istotne są główne etapy kreowania strategii finansowej, które obejmują<sup>6</sup>:

- szczegółowe ustalenie potrzeb kapitałowych przedsiębiorstwa w różnych fazach jego istnienia,

---

<sup>4</sup> A. Dulinić: *Finansowanie przedsiębiorstwa*. PWE, Warszawa 2007, s. 129.

<sup>5</sup> *Ibidem*, s. 130.

<sup>6</sup> A. Skowronek-Mielczarek: *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*. C.H. Beck, Warszawa 2003, s. 16–17.

- szczegółową analizę posiadanych zasobów finansowych; konieczna jest ocena, czy przedsiębiorstwo może zaspokoić swoje potrzeby z własnych kapitałów, czy też potrzebny jest kapitał zewnętrzny,
- szczegółową analizę potencjalnych źródeł finansowania przedsiębiorstw, oferowanych przez rynek i najbliższe otoczenie,
- ustalenie struktury źródeł finansowania, jak najbardziej racjonalnej w danych warunkach, przy uwzględnieniu kosztów pozyskania wszystkich zaangażowanych źródeł i ryzyka z tym związanego,
- ocenę wybranych źródeł z punktu widzenia rentowności funkcjonowania przedsiębiorstwa i zapewnienia intensywnego rozwoju, czyli przyjętej strategii rozwoju.

### Źródła finansowania przedsięwzięć innowacyjnych

Istnieje wiele rodzajów finansowania. Podlegają one różnym klasyfikacjom według różnorodnych kryteriów. W literaturze przedmiotu występuje wiele klasyfikacji czynników, które wpływać mogą na wybór struktury finansowania procesów innowacyjnych w przedsiębiorstwie. Może to być na przykład:

- dostępność określonych źródeł kapitału – nie wszystkie źródła finansowania są dostępne dla określonych przedsiębiorstw (wymogi formalnoprawne),
- rentowność osiągnięta przez przedsiębiorstwo – od jej poziomu zależą zdolności akumulacyjne danej jednostki,
- koszt pozyskania kapitału,
- wybór systemu opodatkowania prowadzonej działalności gospodarczej,
- ryzyko finansowe.

Działalność innowacyjna związana jest zawsze z dużymi nakładami, długim okresem zwrotu i specyficznym ryzykiem. Biorąc pod uwagę wewnętrzne źródła finansowania, do których zaliczyć możemy: środki przeznaczone z zysku na działalność bieżącą i rozwój, amortyzację, środki uzyskane ze sprzedaży posiadanego majątku trwałego i obrotowego, rezerwy tworzone na zapłatę przyszłych zobowiązań, nietrudno zauważyć, iż ze względu na specyfikę cyklu życia produktu innowacyjnego finansowanie tego rodzaju przedsięwzięć ze źródeł wewnętrznych, szczególnie w małych firmach nie jest w stanie pokryć potrzeb finansowych. Potrzebne są niewątpliwie kapitały obce, a szczególnie kapitał prywatny.

Z punktu widzenia zapotrzebowania przedsiębiorstwa na kapitał na pokrycie skutków ryzyka i zarządzania strukturą tego kapitału w podziale na kapitał bilansowy i kapitał pozabilansowy, szczególnie interesujące są instrumenty finansowe umożliwiające transfer ryzyka i/lub finansowania jego skutków na inwestorów na rynku kapitałowym i dostęp do **kapitału warunkowego** (ang. *contingent capital*). Jest to swojego rodzaju opcja na kapitał bilansowy, czyli jest to źródło finansowania dostępne na określonych wcześniej zasadach, ale dopiero wtedy, gdy dojdzie do konkretnych zdarzeń, które spowodują powstanie strat

w przedsiębiorstwie<sup>7</sup>. Kapitał warunkowy jest przede wszystkim kapitałem pozabilansowym. Najważniejszą cechą tego kapitału jest możliwość jego szybkiego uruchomienia natychmiast po wystąpieniu niekorzystnych zdarzeń<sup>8</sup>.

Poniżej przedstawiono charakterystykę możliwych źródeł finansowania przedsięwzięć innowacyjnych.

Tabela 1

Metody i źródła finansowania projektów innowacyjnych

Kryterium	Podział	Przykłady metod
Rodzaj własności	– publiczne – prywatne	– budżet państwa, fundusze europejskie – kredyty, PE/VC, pożyczki, giełda
Pochodzenie	– krajowe – zagraniczne	– inwestorzy krajowi – bezpośrednio inwestycje zagraniczne
Sposób finansowania	– bezpośrednio – pośrednie	– amortyzacja, zysk, kredyt – parki technologiczne, inkubatory przedsiębiorczości
Źródła finansowania	– kapitał własny – kapitał obcy – kapitał inny	– udziały właścicielskie, anioły biznesu – rynek finansowy – kapitał wysokiego ryzyka

Źródło: opracowanie własne.

Szczególnie trudne jest pozyskiwanie kapitału na innowacje przez małe i średnie przedsiębiorstwa. W Wielkiej Brytanii zjawisko to zaobserwowano już w 1934 roku, gdzie komisja parlamentarna pod przewodnictwem H.P. Macmillana stwierdziła, że zdobywanie kapitału długoterminowego przez podmioty tego sektora, w tym małe innowacyjne przedsiębiorstwa, jest wyjątkowo skomplikowane i nieraz bezskuteczne.

Zjawisko to nazwano luką Macmillana. Odpowiedzią na to zjawisko było utworzenie *Industrial and Commercial Finance Corporation* (ICFC), dzisiaj 3i (światowy lider na rynku PE/VC)<sup>9</sup>.

Zjawisko tak zwanej luki kapitałowej oznacza brak kapitału na finansowanie działalności innowacyjnej w początkowym stadium projektu, albo inaczej – różnicę występującą pomiędzy tym kapitałem, który przedsiębiorcy mogą pozyskać z własnych prywatnych źródeł, a tym, o który mogą się zwrócić do podmiotów na publicznym rynku kapitałowym<sup>10</sup>. W sektorze małych i średnich przedsiębiorstw problem znalezienia odpowiednich i wystar-

<sup>7</sup> C. Culp: *Contingent Capital: Integrating Corporate Financing and Risk Management Decisions*. „Journal of Applied Corporate Finance” 2002, Spring, s. 47.

<sup>8</sup> Szerzej zob. A Duliniec: *op.cit.*, s. 148–149.

<sup>9</sup> K. Campbell: *Smarter Ventures: a Survivor's Guide to Venture Capital through the New Cycle*. Prentice Hall, London 2003, s. 55.

<sup>10</sup> J. Grzywacz, A. Okońska: *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*. Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2005, s. 47.

czających źródeł finansowania procesów innowacyjnych stanowi jedną z głównych barier ich rozwoju. Pożyczka, kredyt, czyli dług nie jest na tym etapie działalności rozwiązaniem najlepszym, ponieważ zwiększa poziom ryzyka finansowego. Nawet jednak nie biorąc pod uwagę wniosków płynących z analizy ryzyka projektów innowacyjnych, małe i średnie przedsiębiorstwa nie znajdują wystarczających i odpowiadających możliwościom większości z nich zewnętrznych źródeł finansowania zwrotnego<sup>11</sup>.

Kredyt bankowy, który jest instrumentem najczęściej wykorzystywanym w celu finansowania działalności bieżącej i inwestycyjnej, wiąże się z koniecznością spełnienia licznych wymogów kredytowych, wymaga posiadania odpowiednich zabezpieczeń i nakłada na firmę obowiązek terminowego regulowania płatności. Nie jest to więc idealny instrument finansowania działalności innowacyjnej. Naprzeciw oczekiwaniom złagodzenia wymogów kredytowych wychodzą fundusze poręczeniowo-pożyczkowe. Jednak subregionalna skala ich działania umożliwia dostarczanie niedużego kapitału, kierowanego z reguły do bardzo małych podmiotów na finansowanie niezbyt ryzykownych przedsięwzięć. Przeciętna wartość pożyczek udzielanych przez te fundusze od początku działalności do końca 2007 roku wyniosła 15,7 tys. PLN, natomiast przeciętna wartość poręczeń udzielanych przez fundusze poręczeniowe wg stanu na 30 czerwca 2007 roku – 9,3 mln PLN<sup>12</sup>.

### Kapitał korporacyjny i kapitał wysokiego ryzyka

Ostatnio coraz częściej pojawia się pytanie o rodzaj kapitału, który wpływać ma na rozwój przełomowych przedsięwzięć – innowacji. Czy lepszy jest kapitał podwyższonego ryzyka, czy też kapitał korporacyjny? Przedsiębiorstwa poszukują kapitału na finansowanie przedsięwzięć innowacyjnych. I zawsze istnieje dylemat jaki rodzaj kapitału jest najlepszy i w jaki sposób można go pozyskać<sup>13</sup>. Jednak podstawą pierwszych wyborów dokonywanych przez przedsiębiorców przy zakładaniu nowego biznesu, czy też wdrażania innowacji jest rodzaj pieniędzy, które wyklada się na rozwój nowej działalności i rodzaj kapitału, który zarządzający tą działalnością przyjmują. Niezwykle ważny jest udział **kapitału innowacyjnego**<sup>14</sup>.

<sup>11</sup> J. Świdarska: *Quasi-fundusze venture capital. Publiczne wsparcie innowacyjnych MSP*. Difin, Warszawa 2008, s. 103.

<sup>12</sup> Por. *Raport Nr 9/2008, Fundusze pożyczkowe w Polsce wspierające mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa wg stanu na 31 grudnia 2007 r.*, PSFP, Szczecin kwiecień 2008 oraz *Raport o stanie funduszy poręczeń kredytowych w Polsce, stan na 30 czerwca 2007 r.*, KSFP, Warszawa 2007.

<sup>13</sup> Por. M.V. Osnabrugge, R.J. Robinson: *Angel Investing: Matching Startup Companies: The Guide for Entrepreneurs, Individual Investors, and Venture Capitalists*. Jossey-Bass, San Francisco 2000; D. Amis, H. Stevenson: *Winning Angels: The Seven Fundamentals of Early-Stage Investing*. Financial Times Prentice Hall, London 2001; H. Chesbrough: *Open Innovation: The New Imperative for Creating and Profiting Technology*. Harvard Business Scholl Press, Boston 2003.

<sup>14</sup> Szerzej na temat kapitału innowacyjnego zob. K. Janasz: *Metody i formy pozyskiwania kapitału na finansowanie działalności innowacyjnej*. W: *Innowacje w strategii rozwoju organizacji w Unii Europejskiej*. Red. naukowa W. Janasz. Difin, Warszawa 2009, s. 94–95.

Możemy wyróżnić dwie kategorie kapitału, który można wykorzystać w finansowaniu projektów innowacyjnych<sup>15</sup>:

1. Kapitał cierpliwy dla wzrostu i niecierpliwy dla zysku.
2. Kapitał niecierpliwy dla zysku i cierpliwy dla wzrostu.

W pierwszych latach realizacji przedsięwzięcia najlepsze są pieniądze cierpliwe dla wzrostu i niecierpliwe dla zysku. Najpowszechniejsze teorie dotyczące rodzaju kapitału na nowe przedsięwzięcia opierają się na cechach, a nie na okolicznościach. Do najpopularniejszych należy podział na wspomniany **kapitał korporacyjny i kapitał wysokiego ryzyka**. Inne kategoryzacje wymieniają kapitał publiczny i kapitał prywatny oraz pieniądze zarządzane przez specjalistów kontra pieniądze zarządzane przez przyjaciół i rodzinę<sup>16</sup>.

Do najważniejszych czynników decydujących o sukcesie strategii nowego wzrostu należy konkurowanie z brakiem konsumpcji oraz wspinanie się do coraz wyższych sektorów rynkowych. Jednak rynki dla przełomowych innowacji są małe. Szansa na szybki rozwój działalności istniałaby tylko wówczas, gdyby obecni konsumenci popularnego produktu masowo przeczucali się na produkt wytwarzany przez nowy biznes. To jednak domena innowacji zachowawczej, a w niej nowicjusze prawie zawsze przegrywają. Na późniejszych etapach, gdy realizowana jest strategia rozważna, bo wcześniej pojawiła się strategia zwycięstwa, kapitał powinien być niecierpliwy dla wzrostu<sup>17</sup>.

Zadaniem każdego zarządu przedsiębiorstwa jest podwyższanie wartości udziałów. Musi on ustanowić możliwość takiego inwestowania kapitału, aby wspierać nową działalność tak, jak powinna być wspierana. Jeśli zarząd firmy pozwolił, żeby wzrost zasadniczej działalności utknął na jednym poziomie, to obowiązek zmiany stopy wzrostu całego przedsiębiorstwa spada na działalność ukierunkowaną na nowy wzrost. Siły działające na przykład w holdingu żądają, aby nowa działalność rozrastała się jak najszybciej i do jak największych rozmiarów. W efekcie kapitał zainwestowany w przedsięwzięcie nastawione na nowy wzrost, staje się dla niego trucizną. Jedyne wyjście, aby nie działał szkodliwie, to wykorzystanie go, kiedy jest jeszcze dobry. Chodzi o zainwestowanie w sytuacji na tyle zdrowej, że pieniądze mają cierpliwość dla wzrostu<sup>18</sup>.

Teoretyczna koncepcja kapitału związana jest także ze wzajemnymi realiami pomiędzy:

- rynkiem finansowym, czyli rynkiem, który odpowiada, decyduje i wpływa na wzajemną relację źródeł własnych i obcych w finansowaniu działalności,
- operacjami gospodarczymi w przedsiębiorstwie związanymi z jego aktywami.

Trzeba jednak pamiętać, że rynki finansowe czasem w bezlitosny sposób wywierają na przedsiębiorców presję, aby osiągnęli oni coraz szybszy wzrost.

<sup>15</sup> C.M. Christensen, M.E. Raynor: *The Innovator's Solution*. Harvard Business School Publishing Corporation, Boston 2003, s. 263–265.

<sup>16</sup> *Ibidem*.

<sup>17</sup> *Ibidem*, s. 265.

<sup>18</sup> Por. *ibidem*, s. 270–272.

Efektywnie działający rynek finansowy może poprawić położenie wszystkich podmiotów na nim funkcjonujących. Niezmiernie ważną rolę pełnią w tym względzie instrumenty rynku finansowego, które odgrywają ogromną rolę w finansowaniu działalności innowacyjnej. Jednak korzystanie z nich wymaga dużego doświadczenia i wiedzy. Niekiedy małe średnie firmy nie posiadają tych cech, rynek ten więc przeznaczony jest dla większych przedsiębiorstw, które również poszukują kapitału na finansowanie innowacji.

Należy wziąć pod uwagę, że konieczne są kierunki działania, które zapewnić mogą rozwój przedsiębiorstwa wprowadzającego innowacje. Skłonić mogą one przedsiębiorstwo do szybkiego rozpoczynania, zaczynania na małą skalę i oczekiwania szybkiego sukcesu. Do kierunków tych zaliczyć możemy<sup>19</sup>:

- zakładanie nowej działalności nastawionej na wzrost w sytuacji, gdy podstawowa działalność przedsiębiorstwa jest jeszcze na plusie, a nie wtedy, gdy taką zmianę sygnalizują wyniki finansowe,
- stosowanie podziału na jednostki organizacyjne; decyzje o podejmowaniu nowych kierunków rozwoju powinny zapadać w tych jednostkach, które mogą wykazać się cierpliwością dla wzrostu,
- minimalizowanie udziału zysków z działalności zasadniczej do subsydiowania strat nowej działalności; należy być niecierpliwym dla zysku.

Podział na kapitał korporacyjny i kapitał wysokiego ryzyka jest jednak nieporównanie mniej ważny niż podział na kapitał potrafiący i niepotrafiący cierpliwie czekać na zysk. Niewiele wewnątrz korporacyjnych funduszy wysokiego ryzyka odnosi sukcesy – nie udaje się im założyć nowej działalności przynoszącej wzrost dlatego, że inwestują w innowacje zachowawcze, a nie przełomowe i w rozwiązania modułowe, gdy potrzebna jest wewnętrzna zależność. Równie często inwestycje w innowacje upadają, bo korporacja wykłada kapitał niecierpliwym dla wzrostu i niepoprawnie cierpliwym dla zysku.

## **Podsumowanie**

Rozwój sektora przedsiębiorstw innowacyjnych jest dla gospodarki Polski kluczowy ze względu na osiągnięcie przewagi konkurencyjnej w wymiarze globalnym. Na scenie międzynarodowej z sukcesem mogą funkcjonować tylko przedsiębiorstwa innowacyjne, charakteryzujące się dużym udziałem wysokich technologii, ale także zarządzane w sposób umożliwiający ekspansję na rynkach międzynarodowych. Dobór i pozyskanie odpowiedniego kapitału jest sprawą kluczową dla przedsiębiorców widzących przyszłość w innowacjach. Należy podkreślić, że chociaż proces globalizacji zlikwidował wiele barier i pozwolił na szybszą absorpcję nowych technologii, to bez dostępu do kapitału eksplozja innowacji w Polsce jest niemożliwa.

---

<sup>19</sup> C.M. Chistensen, M.E. Raynor: *op.cit.*, s. 275.



**THE THEORETICAL ASPECTS OF CAPITAL  
IN FINANCING OF INNOVATION PROCESS****Summary**

The theoretical aspects of capital in financing of innovation process have been presented in this article. Innovation level in Poland, despite a slow growth in the involvement of various financial resources, is still insufficient. The most important problem is the lack of an appropriate financial instruments, related to insufficient share of private capital. Effective innovation activities and development of innovation require financial resources which is presented in this paper too.