

Teresa Łuczka

Wiek przedsiębiorstwa jako makroekonomiczna determinanta struktury kapitału w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach

Ekonomiczne Problemy Usług nr 116, 86-97

2015

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

Politechnika Poznańska

WIEK PRZEDSIĘBIORSTWA JAKO MIKROEKONOMICZNA DETERMINANTA STRUKTURY KAPITAŁU W MIKRO, MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTWACH

Streszczenie

Struktura kapitału w przedsiębiorstwie każdej wielkości jest wypadkową wpływu wielu determinant makro- i mikroekonomicznych. W literaturze przedmiotu dyskusję wokół struktury kapitału i jej determinant w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach podjęto później niż w dużych ponieważ funkcjonujące teorie w tym obszarze słabo przystawały do realiów MSP.

Słowa kluczowe: struktura kapitału, makro- i mikroekonomiczne determinanty struktury kapitału małych i średnich przedsiębiorstw, mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa

Pojęcie struktury i determinant kapitału w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach

Zagadnienie struktury kapitału oraz jej determinant w małych i średnich przedsiębiorstwach jest przedmiotem badań i dyskusji od wielu lat głównie dlatego, że są ograniczone możliwości bezpośredniej adaptacji teorii konstruowanych na potrzeby dużego przedsiębiorstwa do realiów funkcjonowania MSP. Jak podkreśla się w literaturze przedmiotu, struktura kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach jest odzwierciedleniem cech strukturalnych ich gospodarki finansowej, a więc przede wszystkim braku dostępu do efektów wielkiej skali produkcji i zbytu i w zasadzie braku dostępu do rynku kapitałowego, ze wszystkimi tego konsekwencjami dla ich pozycji na rynku i granic ekspansji gospodarczej. Odmienna jest też geneza finansowa małych i średnich przedsiębiorstw, których głównym źródłem finansowania we wczesnej fazie są oszczędności właściciela, pożyczki od rodziny i przyjaciół oraz ewentualne zdarzenia losowe, takie jak posag, spadek czy wygrana¹. Przyczyn odmienności struktury kapitału należy też upatrywać w kolejnych cechach jakościowych tych przedsiębiorstw, a więc w samej istocie MSP. Chodzi tu przede wszystkim o pozycję i decydującą rolę właściciela firmy, chęć zachowania stosunków własności-

¹ Zob. szerzej T. Łuczka, *Kapitał jako przedmiot gospodarki finansowej małego i średniego przedsiębiorstwa prywatnego. Wprowadzenie do finansów przedsiębiorstwa*, Wyd. Politechniki Poznańskiej, Poznań 1997.

wych i w związku z tym ostrożność w korzystaniu z zewnętrznych źródeł finansowania (tzw. zjawisko mentalności kredytowej właścicieli małych i średnich przedsiębiorstw), niewielką transparentność oraz niską jakość finansowego *managementu*. S. Müller, K. Brackschultze, M.D. Mayer-Friedrich i T. Ordemann określając specyfikę struktury kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach, podkreślali, że „charakteryzują się niewielkimi rozmiarami, ścisłym powiązaniem między właścicielami, menedżerami i pracownikami, specyficznymi czynnikami sprzyjającymi konkurencyjności i niewielką paletą produktów. Ta charakterystyka ma wpływ na wybór instrumentów finansowania i wskutek tego na strukturę kapitału”². Z kolei, J.G. Leopold oraz G. Frommann, zwracali uwagę³, że w małych przedsiębiorstwach – w przeciwieństwie do dużych, których celem jest maksymalizacja wartości firmy i związana z tym maksymalizacja rentowności dla akcjonariuszy – najważniejszym celem jest maksymalizacja zysku, a w związku z tym bezpieczeństwo i niezależność właściciela. Ich zdaniem właściciele przedsiębiorstw tej wielkości – nie wykorzystują swojego kapitału w celu spekulacji lub w celu jego lokaty, ani też nie przeznaczają go na pokrycie kosztów własnej konsumpcji. Taka postawa wywiera określony wpływ na podejmowane przez nich decyzje finansowe. Jak słusznie w związku z tym zauważają E. Vos i Y. Shen, struktura kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach odzwierciedla raczej realne potrzeby finansowe firmy niż – sugerowaną przez J. Storeya – występującą w nich lukę finansową⁴.

Specyfikę struktury kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach syntetycznie ujął J. Mugler⁵, podkreślając że: 1) nie ma ona w małych firmach takiego samego znaczenia jak w dużych, co znajduje potwierdzenie na rynku kapitałowym; 2) wobec właścicieli MSP stosuje się typowe dla tej grupy przedsiębiorstw preferencje w korzystaniu z kapitału; 3) musi odpowiadać poszczególnym fazom rozwoju przedsiębiorstwa; 4) odzwierciedla cele przedsiębiorstwa; 5) w przedsiębiorstwach tej wielkości jest kształtowana zgodnie z oczekiwaniem banków.

Rozważania nad strukturą kapitału wywołały dyskusję nad jej determinantami. Pierwsze próby podejmowano na gruncie niemieckojęzycznej literatury przedmiotu już w latach sześćdziesiątych⁶, natomiast w anglojęzycznej zainteresowano się nią

² S. Müller, K. Brackschultze, M.D. Mayer-Friedrich, T. Ordemann, *Finanzierung mittelständischer Unternehmen, Selbstrating, Risikocontolling, Finanzierungsalternativen*, Verlag Franz Vahlen, München, 2006, s. 185.

³ G. Leopold, H. Frommann, *Eigenkapital für den Mittelstand – Venture Capital im In und Ausland*, C.H. Beck, München 1998, s. 194.

⁴ E. Vos, Y. Shen, *The Happy Story Told by Small Business Capital Structure*, w: „20th Australian Finance & Banking Conference Paper”, 2007, s. 1–18; zob. B. Uzzi, J.J. Gillespie, *Social Embeddedness and Corporate Financing: The Benefit of Social Networks in the Acquisition and Cost Capital*, „IRP Working Papers” 1998 (WP-98-10), nr 49.

⁵ J. Mugler, *Betriebswirtschaftslehre der Klein- und Mittelbetriebe*, vol. 2, Springer Verlag, Wien–New York 1999.

⁶ Zob. m.in. K. Mackscheidt, H.-M. Menzwerth, J. Metzmacher-Hempfenstall, *Die Kapitalstruktur kleiner und mittlerer Unternehmen. Ansatzpunkte für eine Verbesserung von Kapitalstrukturanalysen*, Göttingen 1976.

w zasadzie w latach dziewięćdziesiątych XX wieku⁷. A.J. Francfort i B. Rudolph stwierdzają, że „jeśli struktura kapitału ma wpływ na wartość przedsiębiorstwa, to powstaje pytanie o istotne determinanty struktury kapitału. Teoretyczne hipotezy i wyniki badań empirycznych, chociaż korespondują ze sobą, są niepowiązane”⁸. N. Daskalakis i E. Thanou dowiedli, że determinanty struktury kapitału są podobne we wszystkich małych i średnich przedsiębiorstwach: „Firmy różnej wielkości wykazują podobieństwo pod względem zależności między zadłużeniem a zyskownością, wielkością i strukturą popytu i rozwojem. A więc struktura kapitału wydaje się determinować podobieństwa w poszczególnych kategoriach małych i średnich przedsiębiorstw”⁹. Z tego punktu widzenia istotne są również wyniki badań A. Moro i S. Nolte, a przede wszystkim D. van der Wijsta¹⁰. Należy podkreślić, że badania nad determinantami struktury kapitału – głównie w zakresie dużych przedsiębiorstw – mają również swoją tradycję w Polsce¹¹.

Przegląd poglądów i dyskusji w światowej i polskiej literaturze przedmiotu, a także wyniki badań własnych dotyczących determinant struktury kapitału w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach stanowił punkt wyjścia do zaproponowania ich typologii. Wyróżniono makro- i mikroekonomiczne, wśród tych ostatnich determinanty związane z cechami przedsiębiorstwa oraz związane z cechami przedsiębiorcy (rys.1)¹².

⁷ W końcu lat 60. XX w. M.C. Gupta prowadził badania nad determinantami struktury kapitału, zob. M.C. Gupta, *The Effect of Size, Growth and Industry on the Financial Structure of Manufacturing Companies*, „Journal of Finance” 1969, vol. 24, s. 517–529.

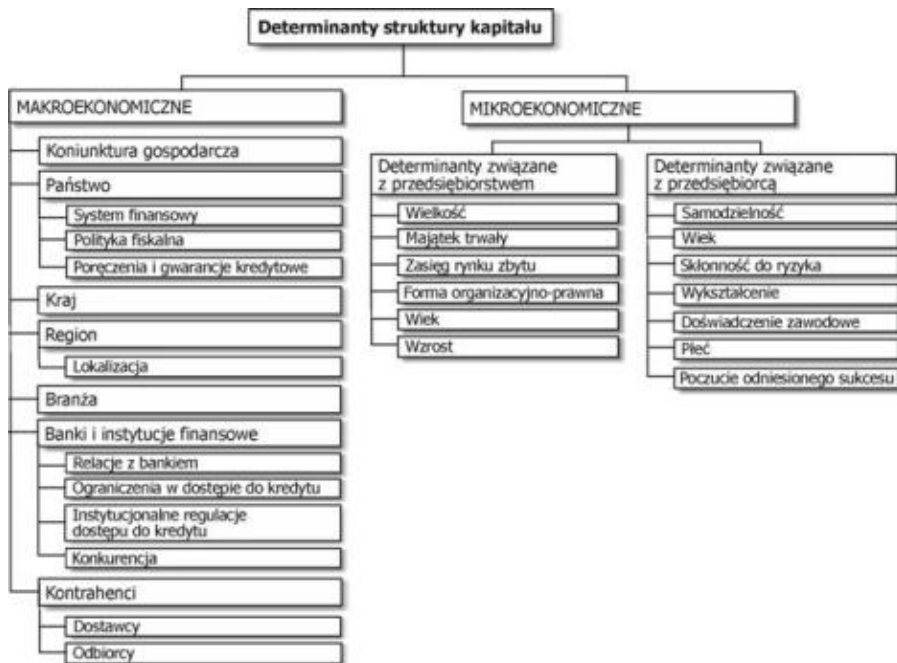
⁸ A.J. Francfort, B. Rudolph, *Zur Entwicklung der Kapitalstrukturen in Deutschland und in den Vereinigten Staaten von Amerika. Eine vergleichende empirische Untersuchung*, „Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung” 1992, nr 7/8, s. 1059–1079.

⁹ N. Daskalakis, E. Thanou, *Capital Structure of SMEs: To what extent does size matter?*, „Working Paper Series” 2010, 27.09., s. 1–19.

¹⁰ Zob. A. Moro, S. Nolte, (Lechner), *Industry Survival Rate, Entrepreneur Historical Performance and Personal Wealth: A Probabilistic Model for Optimizing SMEs Capital Structure*, „Working Paper Series” 2012, 14.03., s. 2, 1–31; D. van der Wijst, *Financial Structure in Small Business Theory, Tests and Applications*, Springer Verlag, Berlin–Heidelberg 1989.

¹¹ Zob. J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.

¹² Zob. szerzej T. Łuczka, *Makro- i mikroekonomiczne determinanty struktury kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Wyd. Politechniki Poznańskiej, Poznań 2013.



Rysunek 1. Makro- i mikroekonomiczne determinanty struktury kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach

Źródło: opracowanie własne.

Wiek przedsiębiorstwa jako mikroekonomiczna determinanta struktury kapitału w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach

Jedną z istotnych determinant mikroekonomicznych małych i średnich przedsiębiorstw związanych z cechami przedsiębiorstwa jest ich wiek, który – jak należy podkreślić – nie jest przedmiotem szczególnej uwagi w literaturze przedmiotu. Syntetyczną ewolucję poglądów w tym obszarze przedstawiono w tabeli 1. Wiek przedsiębiorstwa jest związany ściśle z jego genezą, pozycją na rynku oraz historią kredytową – co jest istotne z punktu widzenia, tak kapitałodawców, jak i kontrahentów. Po pierwsze, im młodsze jest małe i średnie przedsiębiorstwo, tym bardziej narażone jest na bankructwo. Zgodnie bowiem z wynikami badań przeprowadzonymi wśród MSP w Niemczech i USA – przeciętnie okres ich życia nie przekracza pięciu lat¹³, a 10% odsetek bankructw wśród MSP w Niemczech występuje dopiero w przedsię-

¹³ R.A Peterson., G Kozmetzky., N.M. Ridgway, *Perceived causes of small business failures: a research note*, „American Journal of Small Business” 1983, nr 8.

biorstwach działających dłużej niż 20 lat¹⁴. W związku z tym, jak podkreślają J. Brüderl i T. Mahmood, wraz z wiekiem przedsiębiorstwa, zmniejsza się liczba upadków małych i średnich przedsiębiorstw, a zatem rośnie liczba firm przeżywających, co znajduje wyraz w spadku poziomu ryzyka kredytowania i większych szans na negocjację ceny kredytu z bankiem¹⁵. Jednym z powodów tego jest słaba pozycja rynkowa przedsiębiorstw tej wielkości, a przede wszystkim brak ich wpływu na podstawowe elementy rynku, takie jak popyt oraz – z wyjątkiem mikro, małych i średnich przedsiębiorstw ulokowanych w niszy rynkowej – cena. Taka sytuacja powoduje, że MSP jest typem przedsiębiorstwa o mało stabilnej sytuacji rynkowej i ograniczonych możliwościach przetrwania. Po drugie, im przedsiębiorstwo jest starsze – bardziej dojrzałe – tym jego historia kredytowa jest dłuższa, co wpływa istotnie na jego wiarygodność kredytową i ryzyko finansowania. Jak podkreśla D. Diamond, im starsze jest MSP, a więc im dłuższa jest historia współpracy z bankiem, tym niższy będzie koszt pożyczanego kapitału¹⁶.

Zależność między wiekiem małych i średnich przedsiębiorstw a wielkością i rodzajem zadłużenia jest przedmiotem wielu badań. Syntetyczną ewolucję poglądów w tym obszarze przedstawiono w tabeli 1. I tak, Z.M. Serrasqueiro i P.M. Nunes w portugalskich małych i średnich przedsiębiorstwach wskazują dodatnią zależność między wiekiem firmy a korzystaniem z kredytu krótko- i długoterminowego i kształtowaniem optymalnej struktury kapitału¹⁷. Również I. Ramlall stwierdził wyraźną zależność między wiekiem małego i średniego przedsiębiorstwa a stopniem zadłużenia. Wykazał, że starsze przedsiębiorstwa charakteryzują się większym zapotrzebowaniem na zewnętrzne finansowanie, które związane jest przede wszystkim z finansowaniem wydatków na nową technologię, co znajduje wyraz we wzmożonych kontaktach z bankiem, z którym MSP pozostawało w dobrych relacjach i tradycji wcześniejszej współpracy, co przekłada się na lepszą ocenę kredytobiorcy przez bank i, w efekcie, na wzrost finansowania kredytem¹⁸.

¹⁴T. Łuczka, *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie. Wybrane aspekty mikro- i makroekonomiczne*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2001.

¹⁵J. Brüderl, T. Mahmood, *Small Business Mortality in Germany: A Comparison Between Regions and Sectors*, „Discussion Paper” FS IV, 96–20 Wissenschaftszentrum, Berlin, August 1996, s. 1–10.

¹⁶D.W. Diamond, *Reputation Acquisition in Debt Markets*, „Journal of Political Economy” 1991, nr 97, za J. Hermanns, *Optimale Kapitalstruktur und Market Timing*, Deutscher Universitäts-Verlag, GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2006, s. 184.

¹⁷Z.M. Serrasqueiro, P.M. Nunes, *Is Age a Determinant of SMEs’ Financing Decisions? Empirical Evidence Using Panel Data Models*, „Entrepreneurship Theory and Praxis” 2012, vol. 36 (4), s. 627–654.

¹⁸I. Ramlall, *Determinants of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage: looking for a Modified Pecking Order Theory*, „International Research Journal of Finance and Economics” 2009, za: N.H. Wellalage, S. Locke, *Capital Structure Choice: A Case Study on New Zealand Unlisted Firms*, Working Paper Series 2011, 28.11., Social Science Electronic Publishing, Inc.

Tabela 1

Ewolucja poglądów w zakresie zależności między wiekiem przedsiębiorstwa a udziałem zadłużenia w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach

D. Diamond	1991	wraz z wiekiem spada koszt pożyczonego kapitału, a więc rośnie zadłużenie
M.A. Petersen R.G. Rajan	1994	wraz z wiekiem spada zadłużenie
A.N. Berger G. F. Udell	1998	zadłużenie zmienia się w poszczególnych fazach życia przedsiębiorstwa: generalnie wraz z wiekiem spada zadłużenie
J.J.S. Ramalho, J.V. da Silvia	2007	wraz z wiekiem rośnie zadłużenie; wiek przedsiębiorstwa jest swoistym poręczeniem
I. Ramlall	2009	wraz z wiekiem rośnie zadłużenie (w związku z koniecznością finansowania nowych technologii)
K Bell, E. Vos	2009	zmienia się w poszczególnych fazach życia przedsiębiorstwa, najpierw rośnie, w schyłkowym okresie zadłużenie spada
J. Wiklund, T. Baker D.Shepherd	2010	wraz z wiekiem spada zadłużenie
J. Ang, R. Cole, D. Lawson	2010	wraz z wiekiem spada zadłużenie
Z.M. Serrasqueiro, P. M Nunes	2012	wraz z wiekiem rośnie zadłużenie długoterminowe i krótkoterminowe
N.H Wellalage, S. Locke	2014	wraz z wiekiem spada zadłużenie
G. Hall, P. Hutchinson, N. Michaelas	2014	wraz z wiekiem rośnie zadłużenie

Zródło: opracowanie własne.

Szczególną uwagę w badaniu zależności między wiekiem a strukturą kapitału poświęca się w literaturze przedmiotu mikro przedsiębiorstwem. Jak podkreślają w związku z tym J.J.S. Ramalho i J.V. da Silvia wiek firmy jest „ważną determinantą struktury kapitału w mikro przedsiębiorstwach”¹⁹ i jest negatywnie skorelowany z długoterminowym kredytowaniem w mikro i małych przedsiębiorstwach. Zdaniem autorów, może być substytutem zabezpieczenia majątkowego, zwłaszcza w wypadku mikro przedsiębiorstw, które nie dysponują odpowiednim zabezpieczeniem majątkowym. A.N. Berger i G.F. Udell zwrócili również uwagę na podwójny efekt zależności między wiekiem mikro przedsiębiorstw a długoterminowym kredytowaniem – z jednej strony, starsze mikro firmy mają skłonność do zaciągania długoterminowych zobowiązań, a drugiej strony – w związku z możliwością uzależnienia się od wierzyciela i jego wpływu na decyzje w firmie używają kredytu długoterminowego do finansowania swojego przedsiębiorstwa w mniejszym zakresie niż młodsze firmy. Jak wskazują autorzy, wyjaśnienia należy szukać w efekcie akumulacji zgromadzonych dochodów mikro przedsiębiorstw przez okres ich działalności gospodarczej, które były wystarczające do przetrwania firmy w długim okresie – część bowiem tych zasobów pieniężnych może być użyta do zwrotu ewentualnych

¹⁹ J.J.S. Ramalho, J.V. da Silvia, *A two-part fractional regression model for the capital structure decision of micro, small, medium and large firms*, Working Paper Series 2007, 4.03, s. 1–35.

zobowiązań, które w mikro firmach mogą pochodzić od rodziny i przyjaciół właścicieli²⁰. W badaniach nad zależnością między wiekiem przedsiębiorstwa a strukturą kapitału w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach część ekonomistów stoi na stanowisku, że istnieje odwrotna zależność między nimi. Taki związek wykazali między innymi M.A. Peters i R.G. Rajan twierdząc, że starsze przedsiębiorstwa akumulują zyski i w związku z tym wykazują mniejsze zainteresowanie zadłużaniem się²¹. Podobnie J. Wiklund i D. Shepherd, ustalili, że „udział firm przeżywających wzrasta w pierwszych siedmiu latach działalności gospodarczej, a osiąganie wiarygodności kredytowej następuje już we wczesnej fazie cyklu życia firmy. Również starsze firmy mają lepsze możliwości do akumulowania osiągniętych dochodów, redukcją zapotrzebowania na kapitał obcy, ponieważ jest preferowany kapitał własny”²². Potwierdzają to również wyniki badań przeprowadzonych w 19 tys. brazylijskich MSP (negatywny związek między wiekiem firmy a zadłużeniem): „starsze przedsiębiorstwa mogą być nieco bardziej konserwatywne w swoich wyborach finansowych”²³. Podobnie dojrzałe formy wykazują niższy poziom zadłużenia w ogóle oraz niższy poziom zadłużenia długoterminowego²⁴, a także – zgodnie z ustaleniami J. Anga, R. Colea, D. Lawsona – zadłużenie przedsiębiorstw jest odwrotnie proporcjonalne do wieku oraz odsetka zwrotu z aktywów²⁵.

W badaniach nad omawianą zależnością zwraca się uwagę na swoistą cykliczność procesów zachodzących w tym obszarze. I tak, G. Hall, P. Hutchinson i N. Michaelas stwierdzili, że wiek przedsiębiorstwa jest dodatnio skorelowany z długoterminowym zadłużeniem oraz że młode firmy zaciągają kredyt krótkoterminowy, ponieważ „jest on jedynym dostępnym źródłem finansowania”²⁶.

Wyniki badań K. Bella i E. Vos potwierdziły dodatni związek między wiekiem przedsiębiorstwa a zadłużeniem oraz wyznaczyły charakterystyczne cykle. Zgodnie z danymi prezentowanymi na rysunku 2, zadłużenie MSP rośnie do 14 roku życia firmy, między 14 a 28 rokiem spada, a potem znowu wzrasta do 56 roku działalności firmy. Po tym okresie następuje gwałtowny spadek popytu MSP na zadłużenie.

²⁰ A.N. Berger, G.F. Udell, *The Roles of Private Equity and Debt Markets in Financial Growth Cycle*, „Journal of Banking and Finance” 1998, vol. 22.

²¹ M.A. Petersen, R.G. Rajan, *The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data*, „The Journal of Finance” 1994, vol. 49, nr 1, s. 3–37.

²² J. Wiklund, T. Baker, D. Shepherd, *The age-effect of financial indicators as buffers against the liability of newness*, „Journal of Business Venturing” 2010, vol. 25, nr 4, s. 423–437.

²³ D. Forte, L.A. Baro, W.T. Nakamura, *Determinants of the Capital Structure of Small and Medium Sized Brazilian Enterprises*, „Brazilian Administration Review” 2013, nr July/September, s. 347–369.

²⁴ N.H. Wellalage, S. Locke, *Capital Structure Choice: A Case Study on Zealand Unlisted Firms*, „American Journal of Finance and Accounting” 2014 (AJFA), vol. 3, nr 2/3/4, s. 93–108.

²⁵ J. Ang, R. Cole, D. Lawson, *The Role of Owner in Capital Structure Decision: An Analysis of Single-Owner Corporations*, ssrn.com/abstract=1674077, s. 1–34, przebadano 4240 MSP do 499 zatrudnionych.

²⁶ G. Hall, P. Hutchinson, N. Michaelas, *East and West: Differences in SME Capital Structure between Former Soviet-Bloc and Non Soviet-Bloc European Countries*, gregoriae.com/dmdocuments/m56.

Można zaobserwować dwa oddzielne cykle w małych i średnich przedsiębiorstwach: w pierwszym MSP najpierw powiększają zadłużenie w miarę wzrostu ich wiarygodności kredytowej i pozycji rynkowej, potem wraz z wiekiem przedsiębiorstwa i osiągnięciem kapitału odpowiedniej wysokości, wielkość zadłużenia spada. Po około 30 latach funkcjonowania przedsiębiorstwa zostaje ono bądź sprzedane, bądź przechodzi w ręce następnego pokolenia i cykl się powtarza²⁷.

Tabela 2

Wiek przedsiębiorstwa a struktura kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach w USA (w %)

Wiek przedsiębiorstwa faza/lata	Kapitał własny					Kapitał obcy				
	Środki właściciela	<i>Business Angels</i>	<i>Venture Capital</i>	Inne	Razem kapitał własny	Ban-ki	Instytucje finansowe	Kredyt handlowy	Pozostałe	Razem kapitał obcy
Dziecięca 0-2	19,6	.	.	.	47,9	15,7	12,1	13,4	10,9	52,1
Młodzieńcza 3-4	17,4	.	.	.	39,4	30,8	4,9	13,4	11,5	60,6
Dorośła 5-24	31,9	.	.	.	48,0	17,9	8,8	17,1	8,2	52,0
Starzenia 25 >	35,4	.	.	.	56,5	17,2	6,7	13,9	5,7	43,5
Ogółem	31,3	3,6	1,8	12,9	49,6	18,8	7,9	15,8	7,9	50,4

*MSP do 499 zatrudnionych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie A.N. Berger, G.F. Udell, *The Roles of Private Equity and Debt Markets in Financial Growth Cycle*, „Journal of Banking and Finance” 1998, vol. 22, s. 39.

Zależność między strukturą kapitału a wiekiem przedsiębiorstwa była również przedmiotem badań A.N. Bergera i G.F. Udella, którzy obserwowali cykl finansowania na tle cyklu wzrostu przedsiębiorstwa²⁸. Badacze wyróżnili cztery fazy małego i średniego przedsiębiorstwa – dziecięcą, młodzieńczą, dojrzałą i starzenia – i w każdej z nich zbadali źródła kapitału własnego i obcego (tab. 2). Ogólnie biorąc, udział kapitału własnego w badanych w badanych firmach stanowił 49,6%, a obcego 50,4% kapitału ogółem. Wśród źródeł kapitału własnego dominowały środki finansowe właściciela (31,3%) i pozostałe środki własne, natomiast *Business Angels* oraz *venture capital* stanowiły 5,5%. W tendencji unikano finansowania pierwszej fazy cyklu wzrostu przedsiębiorstwa (*start-up*) poprzez *venture capital*, który staje się ważniejszym źródłem finansowania dopiero w fazie młodzieńczej

²⁷ Badania przeprowadzono wśród prawie 3,5 tys. małych i średnich przedsiębiorstw do 75 roku życia z Niemiec, Grecji, Irlandii, Portugalii, Korei Płd., Hiszpanii i Wietnamu, zob. K. Bell, E. Vos, *SME Capital Structure: The Dominance of Demand Factors*, „Working Paper Series” 2009, 24.11., s. 1-31.

²⁸ A.N. Berger, G.F. Udell, *The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in Financial Growth Cycle*, „Journal of Banking and Finance” 1998, vol. 22.

firmy (3–4 lata). W kapitale obcym badanych małych i średnich przedsiębiorstw dominowały natomiast: kredyt bankowy (18,8%) oraz kredyt handlowy (15,8%), które łącznie stanowiły jedną trzecią instytucji finansowych obejmujących między innymi towarzystwa leasingowe, firmy brokerskie, towarzystwa ubezpieczeniowe.

Analizując strukturę kapitału w poszczególnych fazach cyklu wzrostu małych i średnich przedsiębiorstw, należy stwierdzić, że wraz z wiekiem firmy rośnie udział kapitału własnego, co należy tłumaczyć koniecznością podjęcia decyzji co do przyszłości przedsiębiorstwa. Sprzedaż przedsiębiorstwa lub przekazanie jej następnemu pokoleniu wymaga zgromadzenia odpowiednio wysokich środków finansowych właściciela. W kapitale obcym natomiast obserwuje się spadek finansowania bankowego i instytucji finansowych w miarę starzenia się przedsiębiorstw: z 27,8% do 23,9% oraz silny spadek znaczenia pozostałych źródeł finansowania, takich jak pożyczki od pozafinansowych instytucji czy środków związanych z realizowaną polityką rządu na rzecz MSP (0,3–0,7%), przeznaczonych na przykład na gwarancje kredytowe.

Wiek przedsiębiorstwa a struktura kapitału w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach w świetle badań własnych

Wiek przedsiębiorstwa, co już wspomniano, z punktu widzenia determinant struktury kapitału odgrywa istotną rolę, ponieważ w miarę osiągania kolejnych faz dojrzewania i starzenia się firmy, zmienia się struktura kapitału. W związku z tym interesujące wydają się być wyniki badań własnych przeprowadzonych w 361 mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach w Wielkopolsce.

Tabela 3

Wiek przedsiębiorstwa a struktura kapitału w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach

Wiek przedsiębiorstwa	Kapitał własny	Kredyt bankowy, z tego:	Kredyt krótkoterminowy	Kredyt długoterminowy	Leasing	Kredyt handlowy	Liczebność
> 1 rok	84,9	5,7	1,1	4,6	3,6	5,7	18
1–2 lata	80,0	8,0	3,8	4,2	3,0	8,9	33
3–5 lat	73,5	10,0	4,2	5,8	4,2	12,3	70
6–9 lat	79,5	9,5	3,4	6,1	3,7	7,5	80
10–19 lat	77,7	9,1	4,7	4,4	3,8	9,4	126
< 20 lat	78,8	10,3	4,2	6,1	1,2	9,6	34

Źródło: badania własne.

Zgodnie z danymi zaprezentowanymi w tabeli 3 można stwierdzić, że w miarę starzenia się badanych przedsiębiorstw spada w tendencji udział kapitału własnego, co pozostawałoby w zgodzie z ogólną zasadą, że przedsiębiorstwa tej wielkości starają się w ostatnich fazach życia zachować jak największy udział tego kapitału, przygotowując firmę do przekazania następcy lub do sprzedaży. Oznacza to, że wraz

z wiekiem przedsiębiorstwa rośnie udział zadłużenia. Analizując rodzaj zadłużenia w badanych przedsiębiorstwach należy stwierdzić, że w badanych MSP szybciej wzrastał udział kredytu długoterminowego niż krótkoterminowego. Należy również zwrócić uwagę, że w przedsiębiorstwach starszych niż 20 lat znacząco (trzykrotnie) spadał udział leasingu jako źródła finansowania. Dodatkowych informacji dostarczają wyniki wcześniejszych badań przeprowadzonych wśród mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Wielkopolsce, zgodnie z którymi w miarę ich starzenia się również wyraźnie rosła tendencja do zadłużania się i wykorzystywania zróżnicowanych źródeł finansowania w procesie inwestowania (tab. 4). Zatem wiek przedsiębiorstwa w polskich MSP można uznać jako istotną determinantę ich struktury kapitału.

Tabela 4

Wiek przedsiębiorstwa a źródła finansowanie inwestycji
w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach

Źródła finansowania	Wiek przedsiębiorstwa w latach			
	do 1	2–5	6–9	10 i >
Samofinansowanie	100,0	90,0	54,5	48,7
Kredyt bankowy	-	-	4,5	12,2
Samofinansowanie + kredyt bankowy	-	10,0	22,7	17,0
Samofinansowanie + pożyczka	-	-	-	2,5
Leasing	-	-	4,5	4,8
Kredyt + leasing	-	-	9,1	2,5
Kredyt + leasing + samofinansowanie	-	-	4,5	7,3
Kredyt + pożyczka + samofinansowanie	-	-	-	2,5
Inne	-	-	-	2,5
Razem	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: badania własne.

Podsumowanie

Struktura kapitału w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach zależna jest od wielu determinant makro- i mikroekonomicznych. Spośród nich jedną z istotnych – nieczęsto podejmowanych w literaturze przedmiotu – jest wiek przedsiębiorstwa, który wyznacza przede wszystkim stosunek przedsiębiorstw tej wielkości do zadłużenia. Zgodnie z wynikami badań przeważa tendencja do wzrostu zadłużenia w miarę starzenia się małych i średnich przedsiębiorstw, choć istnieją dowody na negatywne tendencje w tym zakresie. W polskich mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach występuje pozytywna relacja między wiekiem a zadłużeniem MSP.

Literatura

- Ang J., Cole R., Lawson D., *The Role of Owner in Capital Structure Decision: An Analysis of Single-Owner Corporations*, „Working Series Paper” 2010, 8.09.
Bell K., Vos E., *SME Capital Structure: The Dominance of Demand Factors*, „Working Paper Series” 2009, 24.11.

- Berger A.N., Udell G.F., *The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in Financial Growth Cycle*, „Journal of Banking and Finance” 1998, vol. 22.
- Brüderl J., Mahmood T., *Small Business Mortality in Germany: A Comparison Between Regions and Sectors*, „Discussion Paper” 09.1996 FS IV, 96–20 Wissenschaftszentrum, Berlin.
- Daskalakis N., Thanou E., *Capital Structure of SMEs: To what extent does size matter?*, „Working Paper Series” 2010, 27.09.
- Diamond D.W., *Reputation Acquisition in Debt Markets*, „Journal of Political Economy” 1991, nr 97, za J. Hermanns, *Optimale Kapitalstruktur und Market Timing*, Deutscher Universitäts-Verlag, GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2006.
- Forte D., Baro L.A., Nakamura W.T., *Determinants of the Capital Structure of Small and Medium Sized Brazilian Enterprises*, „Brazilian Administration Review” 2013, nr July/September.
- Francfort A.J., Rudolph B., *Zur Entwicklung der Kapitalstrukturen in Deutschland und in den Vereinigten Staaten von Amerika. Eine vergleichende empirische Untersuchung*, „Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung” 1992, nr 7/8.
- Grzywacz J., *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.
- Gupta M.C., *The Effect of Size, Growth and Industry on the Financial Structure of Manufacturing Companies*, „Journal of Finance” 1969, vol. 24.
- Hall G., Hutchinson P., Michaelas N., *East and West: Differences in SME Capital Structure between Former Soviet-Bloc and Non Soviet-Bloc European Countries*, www.gregoriae.com/dmdocuments/m56.
- Łuczka T., *Makro- i mikroekonomiczne determinanty struktury kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Wyd. Politechniki Poznańskiej, Poznań 2013.
- Łuczka T., *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie. Wybrane aspekty mikro- i makroekonomiczne*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa–Poznań 2001.
- Łuczka T., *Kapitał jako przedmiot gospodarki finansowej małego i średniego przedsiębiorstwa prywatnego. Wprowadzenie do finansów przedsiębiorstwa*, Wyd. Politechniki Poznańskiej, Poznań 1997.
- Leopold G., Frommann H., *Eigenkapital für den Mittelstand – Venture Capital im In und Ausland*, C.H. Beck, München 1998.
- Mackscheidt K., Menzwerth H.-M., Metzmacher-Hempfenstall J., *Die Kapitalstruktur kleiner und mittlerer Unternehmen. Ansatzpunkte für eine Verbesserung von Kapitalstrukturanalysen*, Göttingen 1976.
- Moro A., Nolte (Lechner) S., *Industry Survival Rate, Entrepreneur Historical Performance and Personal Wealth: A Probabilistic Model for Optimizing SMEs Capital Structure*, „Working Paper Series” 2012, 14.03.
- Mugler J., *Betriebswirtschaftslehre der Klein- und Mittelbetriebe*, vol. 2, Springer Verlag, Wien–New York 1999.
- Müller S., Brackschultze K., Mayer-Friedrich M.D., Ordemann T., *Finanzierung mittelständischer Unternehmen, Selbstrating, Risikocontolling, Finanzierungsalternativen*, Verlag Franz Vahlen, München 2006.
- Petersen M.A., Rajan R.G., *The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data*, „The Journal of Finance” 1994, vol. 49, nr 1.
- Peterson R.A., Kozmetzky G., Ridgway N.M., *Perceived causes of small business failures: a research note*, „American Journal of Small Business” 1983, nr 8.
- Ramalho J.J.S., da Silva J.V., *A two-part fractional regression model for the capital structure decision of micro, small, medium and large firms*, Working Paper Series, 4.03.2007.

- Ramlall I., *Determinants of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage: looking for a Modified Pecking Order Theory*, „International Research Journal of Finance and Economics” 2009.
- Serrasqueiro Z.M., Nunes P.M., *Is Age a Determinant of SMEs' Financing Decisions? Empirical Evidence Using Panel Data Models*, „Entrepreneurship Theory and Praxis” 2012, vol. 36 (4).
- Uzzi B., Gillespie J.J., *Social Embeddedness and Corporate Financing: The Benefit of Social Networks in the Acquisition and Cost Capital*, „IRP Working Papers” (WP-98-10) 1998, nr 49.
- Vos E., Shen Y., *The Happy Story Told by Small Business Capital Structure*, „20th Australian Finance & Banking Conference Paper” 2007.
- Wijst van der D., *Financial Structure in Small Business Theory, Tests and Applications*, Springer Verlag, Berlin-Heidelberg 1989.
- Wellalage N.H., Locke S., *Capital Structure Choice: A Case Study on New Zealand Unlisted Firms*, „American Journal of Finance and Accounting” 2014, vol. 3, nr 2/3/4.
- Wiklund J., Baker T., Shepherd D., *The age-effect of financial indicators as buffers against the liability of newness*, „Journal of Business Venturing” 2010, vol. 25, nr 4.

AGE OF THE ENTERPRISE AS A CAPITAL STRUCTURE DETERMINANT IN THE MICRO, SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES

Summary

There are macro- and microeconomic determinants of capital structure in SMEs. The age of the enterprise is one of the important microeconomic determinants which should be still researched.

Keywords: Capital structure, macro and microeconomic determinants of SMEs' capital structure, micro, small and medium-sized enterprises.

Translated by Teresa Łuczka