

# STRUKTURA KAPITAŁU A INNOWACYJNOŚĆ PRZEDSIĘWZIĘĆ SEKTORA MSP

JULIA ANNA WACHOWSKA

## Streszczenie

*Struktura kapitału jest jednym z podstawowych determinant skłonności do wdrażania przedsięwzięć innowacyjnych w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw. W zależności od stosowanej teorii struktury kapitału podmiot może być bardziej lub mniej zdolny do inwestycji innowacyjnych. MSP, jako sektor którego finansowanie zachodzi w znacznej mierze za pomocą kapitałów własnych, posiada więc i ograniczone możliwości innowacyjne. Szansą na zmianę tego stanu są środki pozyskane z zewnątrz, tworzące kapitał obcy podmiotu, w których gronie znaczącą część stanowią kredyty bankowe. Przedsiębiorcy zaangażowani w działalność małych i średnich podmiotów, coraz częściej zdają sobie sprawę z rosnącego znaczenia przedsięwzięć innowacyjnych. Dlatego też, pomimo istniejących barier, wzrasta wśród MSP chęć do podejmowania decyzji w zakresie innowacyjności: produkcyjnej, procesowej i marketingowej, dzięki czemu pozytywnie wpływają na rozwój sektora i gospodarki krajowej.*

**Słowa kluczowe:** kapitał, struktura kapitału, małe i średnie przedsiębiorstwa, innowacyjność

## 1. Wprowadzenie

Sektor małych i średnich przedsiębiorstw (MSP) jest jednym z wiodących elementów wielu współczesnych gospodarek na całym świecie. Jego rozmiary i nieustanny rozwój wpływają nie tylko na wzrost gospodarczy państwa, innowacyjność gospodarki, wzrost inwestycji, ale także na poziom zatrudnienia, będąc swoistym buforem dla zjawiska redukcji etatów w dużych jednostkach gospodarczych<sup>1</sup>, szczególnie w gospodarce naznaczonej kryzysem.

Stąd też należy stwierdzić, iż dla rozwoju gospodarki krajowej nie bez znaczenia pozostaje rozwój małych i średnich przedsiębiorstw, zaś podstawą wzrostu ekonomicznego MSP jest wdrażanie przedsięwzięć innowacyjnych oraz nowych technologii. Jednak rozwój przedsięwzięć innowacyjnych często jest wysoce kapitałochłonny, a potencjalni dawcy kapitału nisko oceniają szanse na powodzenie ich implementacji w praktyce (m. in. ze względu na podwyższone ryzyko, długi okres zwrotu z inwestycji lub trudności we właściwej ocenie projektu), toteż niechętnie kredytują innowacyjne pomysły.

Celem niniejszego artykułu jest próba określenia zależności pomiędzy wdrażaniem przedsięwzięć innowacyjnych w małych i średnich przedsiębiorstwach a wypracowaną przez te jednostki strukturą kapitału.

---

<sup>1</sup> W ówczesnym klimacie gospodarczym redukcja etatów najczęściej wynika pośrednio z procesów restrukturyzacyjnych i prywatyzacyjnych.

## 2. Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura

Kapitał jest jednym z najistotniejszych czynników warunkujących prowadzenie działalności gospodarczej, ważnym w każdej fazie rozwoju przedsiębiorstwa, niezależnie od jego wielkości i rodzaju. Pomimo wielu definicji, najczęściej jest jednak utożsamiany z ogółem środków, finansujących aktywa podmiotu gospodarczego [6, 7]. Finansowy charakter kapitału został też podkreślony przez J. Iwin-Garzyńską, która przytaczając definicję I. Fishera stwierdza, że kapitałem jest wszystko, co ma wartość i służy produkcji dóbr i usług, co ma znaczenie dla wzrostu i rozwoju gospodarki [5, 12]. Wielu teoretyków wskazuje także na charakter zasobowy kapitału, ponieważ stanowi on odzwierciedlenie majątku mogącego przynosić dochody. Z tego powodu nie można koncentrować się tylko na pasywnym charakterze kapitału, pomijającym jego obiektywny charakter wyrażony w ruchu środków pieniężnych i przebiegającym niezależnie od zasad ewidencjonowania [10, 19]. Dochodzi do tego także ciągły wzrost jego wartości, związany z funkcjonowaniem przedsiębiorstwa [10]. Wynika stąd wniosek, że dla poprawnej charakterystyki kapitału należy wziąć pod uwagę zarówno aspekt rachunkowy, jak i finansowy.

Mimo, iż literatura ekonomiczna podaje różnorodne sposoby klasyfikacji kapitału, to największe znaczenie ma podział kapitału ze względu na prawo własności do finansowania aktywów przysługujące dawcom kapitału [11]. W ramach tego podziału wyróżnić można m.in. kapitał własny oraz kapitał obcy.

Kapitał własny pełni w jednostce dwie główne funkcje: gwarancyjną i roboczą. Pierwsza funkcja kapitału stanowi trwałą podstawę finansowania przedsiębiorstwa, gdyż w większości form organizacyjno-prawnych przedsiębiorstw nie podlega on zwrotowi. Robocza funkcja kapitału własnego polega natomiast na tym, że w trakcie funkcjonowania przedsiębiorstwa służy on finansowaniu jego działalności, pracując niejako na zysk. Ponadto zauważyć też można funkcję innowacyjną kapitału własnego jako bazy finansowania projektów inwestycyjnych [4]. Jest to szczególnie uwidocznione w sektorze MSP. Kapitał własny może również w znaczący sposób poprawić płynność finansową przedsiębiorstwa [11].

Drugą grupą kapitału ze względu na prawo własności stanowi, obok kapitału własnego, kapitał obcy, który pełni tzw. roboczą funkcję oraz służy finansowaniu działalności gospodarczej. Kapitał ten także posiada istotne zalety, wśród których należy wymienić jego: elastyczność, umożliwienie realizacji przedsięwzięć przekraczających środki własne przedsiębiorstwa czy umożliwienie wykorzystania efektów dźwigni finansowej w postaci wzrostu rentowności kapitału własnego [14], co w efekcie może przyczynić się do racjonalnego kształtowania struktury kapitałowej w przedsiębiorstwie [3].

Mnogość opinii dotyczących zagadnienia struktury kapitału sprawia, że istnieje wiele teorii uzasadniających strukturę kapitału przedsiębiorstwa. Dlatego w pracy przedstawiono cztery najistotniejsze z punktu widzenia rozwoju teorii struktury kapitału, akcentując tę najpowszechniej aplikowane w środowisku MSP.

Za prekursorów teorii struktury kapitału powszechnie uznaje się noblistów F. Modiglianiego i M.H. Millera, jednak w rzeczywistości pierwsze próby opisanego zjawiska pojawiły się już w 1952 roku, zaś ich autorem był Durand. W swoim artykule *Cost of Debt and Equity Funds for Business. Trends and Problems of Measurement*, zmierzył się z problemem zależności pomiędzy kosztem kapitału a jego strukturą [7]. Durand sformułował wyjściową tezę, iż szacowanie kosztu kapitału jest jednokładne z wyceną wartości przedsiębiorstwa, której to w najwłaściwszy sposób

można dokonać dyskontową metodą dochodową [1]. Pomimo, że Durandowi nie udało się szczegółowo zbadać problemu tytułowego pracy, to jednak dzięki wyciągniętemu przez niego wnioskowi późniejsi badacze nadali miano pierwotnych teorii kapitału [11] (wśród których można wyróżnić m. in. metodę dochodową, metodę zysku netto oraz metodę tradycyjną).

F. Modigliani i M.H. Miller (twórcy modelu M-M) to badacze, których dorobek stał się podstawą do rozwoju współczesnych teorii finansów przedsiębiorstwa. Przeprowadzili oni analizę wartości firmy, przy założeniu idealnej sytuacji rynkowej, tj. doskonałej konkurencji na rynku, identycznych przyszłych dochodów i poziomu ryzyka operacyjnego dla wszystkich firm, substytucyjności firm, zysku operacyjnego (EBIT) na stałym poziomie i zerowego wzrostu przedsiębiorstwa w całym okresie, braku podatków, poziomu zadłużenia firmy niewpływającego na EBIT [15]. Twórcy teorii dokonując jeszcze dodatkowych założeń tj. bezznaczeniowości struktury kapitału oraz braku powiązań między długiem i kapitałem własnym a średnioważonym kosztem kapitału (WACC), stworzyli tzw. wersję bez podatków swojej teorii. Jej pointą jest stwierdzenie, że wraz ze wzrostem kosztu kapitałów obcych oraz proporcjonalnym wzrostem kosztu kapitału własnego, nie dochodzi do obniżenia całkowitego kosztu kapitału.

Zdając sobie sprawę z faktu, że brak ograniczeń podatkowych w rzeczywistości nie jest możliwy, Modigliani i Miller sami postanowili częściowo uchylić bezpodatkową wersję swojej teorii wprowadzając tzw. efekt dźwigni podatkowej. Doprowadziło to do konkluzji, że wraz ze wzrostem wielkości zadłużenia, wartość przedsiębiorstwa rośnie. Autorzy modelu M-M stwierdzili także, że poziom kosztu kapitału własnego jest równy w przedsiębiorstwach korzystających z finansowania kapitałem obcym oraz przedsiębiorstwach finansujących się kapitałami własnymi [15]. Koszt ten jest powiększony jedynie o premię za ryzyko finansowe, która zależy od stopnia zadłużenia i stopy podatku dochodowego (pomniejszającego z kolei tę premię). Premia za ryzyko finansowe rośnie wraz z powiększaniem się długu, którego wzrost rekompensowany jest korzyściami podatkowymi, a te z kolei powodują powolniejsze zwiększenia kapitału własnego niż w przypadku teorii M-M nieuwzględniającej podatku dochodowego. Zgodnie z proponowaną teorią efekt tarczy podatkowej powoduje obniżenie WAAC i podniesienie wartości firmy.

Szczegółowa analiza modelu Modiglianiego i Millera pozwala na sformułowanie wniosku, że nie jest możliwe jednoznaczne określenie wpływu, jaki na wartość rynkową przedsiębiorstwa ma wzrost zadłużenia, ponieważ jest on uzależniony od relacji między poszczególnymi stawkami podatkowymi [11].

Kolejną teorią traktującą o strukturze kapitału przedsiębiorstwa jest teoria substytucji, która sprowadza się do znalezienia właściwych proporcji pomiędzy profitami podatkowymi korzystania z długu a kosztami potencjalnych trudności finansowych [2]. Wnioski z niej wypływające oparte są na stałości aktywów i kapitałów przedsiębiorstwa, co świadczy o jej statycznej istocie. Teoria substytucji zakłada istnienie optymalnej, unikalnej dla każdego przedsiębiorstwa, struktury kapitału (Target Capital Structure), której osiągnięcie jest gwarancją maksymalnej wartości przedsiębiorstwa przy minimalnym WACC. Istotą optymalnej struktury kapitału jest znalezienie najlepszej z możliwych relacji pomiędzy długiem, a kapitałem własnym przy uwzględnieniu zarówno kosztów jak i korzyści korzystania z kapitału obcego. Osiągnięcie owej optymalnej struktury kapitału w praktyce nie jest jednak tak łatwe, jak dowodzi teoria substytucji, ze względu na wiele skomplikowanych i niekiedy niemożliwych do przewidzenia zdarzeń. Teoria ta dostarcza jedynie ogólnych wniosków, dotyczących struktury kapitałowej przedsiębiorstwa, albowiem koszty trudności finansowych są w praktyce możliwe do oszacowania jedynie w przybliżeniu [9].

Pomimo swoich niedoskonałości, teoria substytucji jest zdecydowanym krokiem naprzód w stosunku do teorii Modiglianiego-Millera<sup>2</sup>. Jednocześnie zaprzecza ona jednak jednej z podstawowych prawidłowości dotyczących firm osiągających wysokie wskaźniki rentowności, a mianowicie, że firmy te pożyczają relatywnie najmniej [2]. Według teorii substytucji powinny się one cechować większymi współczynnikami długu, ze względu na fakt, iż wysokie zyski oznaczają duże korzyści podatkowe w przypadku korzystania z kapitałów obcych [11].

Ostatnią analizowaną teorią jest teoria hierarchii źródeł finansowania (Pecking Order Theory – teoria dziobania), która została stworzona w oparciu o badania amerykańskich spółek przez G. Donaldsona. Jest ona bazą dla uzasadnienia działalności kapitałowej mniejszych podmiotów gospodarczych z tzw. sektora MSP.

Myśl G. Donaldsona została rozwinięta przez S.C. Myersa który założył, że przedsiębiorstwo niekoniecznie musi posiadać określony cel czy też strukturę kapitału [16, 17]. Swoją wartość jednostka gospodarcza maksymalizuje, wybierając najtańsze dostępne formy finansowania i określając ich optymalną kolejność. Omawiana teoria jednoznacznie wskazuje, że preferowane są wewnętrzne źródła finansowania, tj. zyski zatrzymane nad źródła zewnętrzne (tj. emisja papierów dłużnych). Do emisji akcji (jako zewnętrznego źródła kapitału własnego) może dojść dopiero na samym końcu, ze względu na duży koszt takiej emisji oraz koszty informacyjne. Inwestorzy mogą bowiem odebrać taką emisję jako sygnał, że menedżerowie uznali akcje firmy za przewartościowane.

Teoria „dziobania” wyjaśnia także, dlaczego przedsiębiorstwa osiągające duże zyski pożyczają relatywnie mało. Otóż nie jest to spowodowane ich optymalnym poziomem zadłużenia, a raczej posiadaniem przez nie wystarczającej ilości kapitału pochodzącej z zewnątrz. Natomiast firmy o niższej zyskowości posiadają zbyt mało, w stosunku do potrzeb, wewnętrzne własne źródła kapitału, w związku z czym chętniej sięgają po kapitały obce [13]. Omawiana teoria zakłada ponadto, iż zarówno korzyści podatkowe, jak i koszty trudności finansowych są drugorzędnymi czynnikami wpływającymi na strukturę kapitału w firmie [1].

### **3. Charakterystyka sektora MSP w Polsce**

Współczesna literatura przedmiotu operuje wieloma definicjami opisującymi małe i średnie przedsiębiorstwa. Problemem w jednoznacznej charakterystyce przedsiębiorstw sektora MSP jest też, obok mnogości definicji literaturowych, nieujednolicone prawodawstwo międzynarodowe oraz różnorodność praktyki gospodarczej na świecie. W wielu krajach terminy: małe i średnie przedsiębiorstwo oznaczają co innego i dotyczą różnych jednostek gospodarczych, co może prowadzić do niejasności, a w konsekwencji utrudniać współpracę międzynarodową na wielu płaszczyznach. Dlatego też, prawidłowe odróżnienie przedsiębiorstw małych i średnich od dużych jest szczególnie istotne pomimo, iż granica między tymi jednostkami gospodarczymi nie jest precyzyjnie zaznaczona [21]. Wśród kryteriów podziału przedsiębiorstw, można wyróżnić dwa podstawowe: ilościowe (wśród nich najczęściej: liczbę zatrudnionych), a także wartościowe<sup>3</sup> (wśród nich zazwyczaj: wielkość rocznych obrotów lub wartość posiadanego majątku [21]). Definicja przyjęta w statystykach Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) klasyfikuje przedsiębiorstwa w sposób następujący:

---

<sup>2</sup> Teoria M-M sugerowała bowiem wręcz nieograniczone zadłużanie się jednostki gospodarczej.

<sup>3</sup> Czasami stosuje się dodatkowe kryteria w postaci rodzaju prowadzonej działalności (sektora lub branży gospodarki).

- ⊙ bardzo małe przedsiębiorstwa – zatrudniające od 1 do 19 pracowników,
- ⊙ małe przedsiębiorstwa – zatrudniające od 20 do 99 pracowników,
- ⊙ średnie przedsiębiorstwa – zatrudniające od 100 do 499 pracowników,
- ⊙ duże przedsiębiorstwa – zatrudniające ponad 500 pracowników [25].

W USA sektor MSP jest bardziej pojemny i definiowany, jako podmioty zatrudniające mniej niż 500 pracowników. W krajach Unii Europejskiej zastosowany został natomiast bardziej szczegółowy podział<sup>4</sup>. Wprowadza on pojęcie tzw. mikroprzedsiębiorstw, czyli jednostek zatrudniających średniorocznie mniej niż 10 pracowników przy założeniu, że roczny obrót netto ze sprzedaży towarów i usług oraz operacji finansowych takiej jednostki nie przekracza 2 mln euro lub suma aktywów bilansu na koniec roku obrotowego nie przekroczy 2 mln euro. Jedną z kluczowych przesłanek wprowadzenia powyższej rekomendacji było poszerzenie kręgu przedsiębiorców, którzy mogliby skorzystać z unijnej pomocy publicznej. W polskich przepisach definicja MSP znajduje się w *Ustawie o swobodzie działalności gospodarczej z 2 lipca 2004 roku*. Poniższa tabela 1 zestawia podstawowe czynniki ilościowe i jakościowe określające grupy przedsiębiorstw występujące w Polsce<sup>5</sup>.

*Tabela 1. Kryteria klasyfikacji przedsiębiorstw w Polsce*

Kryterium	Mikro	Małe	Średnie
Liczba zatrudnionych średniorocznie	> 10 osób, w przeliczeniu na pełne etaty	> 50 osób, w przeliczeniu na pełne etaty	> 250 osób, w przeliczeniu na pełne etaty
Roczny obrót lub suma bilansowa	> 2 mln euro	> 10 mln euro	> 50 mln euro
	> 2 mln euro	> 10 mln euro	> 43 mln euro

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Ustawy z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej (Dz.U. Nr 173, poz. 1807 z późn. zm., art. 104–106).

Małe i średnie przedsiębiorstwa stanowią filar gospodarczy krajów Unii Europejskiej. Przyczyniają się one do wzrostu gospodarczego (około 60% unijnego PKB jest generowana przez MSP) i zachowania konkurencji. W Polsce zarejestrowanych jest około 3,5 miliona małych i średnich przedsiębiorstw, które stanowią 99,5% zarejestrowanych jednostek. Sektor MSP zapewnia w kraju około 67% miejsc pracy, tworząc około 50% PKB [23]. Dane te potwierdzają przedstawione stanowisko, iż sektor MSP stanowi istotny czynnik, który wpływa na rozwój gospodarczy kraju poprzez:

<sup>4</sup> Dnia 1. stycznia 2005 r. weszła w życie rekomendacja Komisji Europejskiej z dnia 6. maja 2003 r., definiująca małego i średniego przedsiębiorcę.

<sup>5</sup> Zawartą w tabeli 1 wartość rocznego obrotu i sumy bilansowej wyrażoną w walucie euro przelicza się na złote według średniego kursu ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski w ostatnim dniu roku obrotowego wybranego do określenia statusu przedsiębiorcy. Natomiast średnioroczne zatrudnienie przedsiębiorcy powinien przeliczyć na pełne etaty z wyłączeniem tych osób, które przebywają na urlopie macierzyńskim, wychowawczym, czy też są zatrudnione w celu przygotowania zawodowego.

- rozwijanie działalności usługowej, w tym inicjowanie nowych rodzajów usług – co wpływa na dywersyfikację struktury gospodarczej państwa, a także na wzrost innowacyjności;
- przejęcie znacznych zasobów siły roboczej – co wpływa na dywersyfikację struktury zatrudnienia i ułatwia kontynuację procesów prywatyzacyjnych w Polsce;
- budowę i modernizację infrastruktury okołosektorowej, ale również i tej umożliwiającej funkcjonowanie państwa – co wpływa na wzrost poziomu inwestycji w kraju;
- wpływanie na zmiany prawne, dotyczące sektora małych i średnich przedsiębiorstw, jako konsekwencja istotnego udziału sektora MSP w PKB kraju [20].

#### **4. Innowacyjność przedsięwzięć sektora MSP w Polsce w latach 2008–2010**

Mając na uwadze zadania spełniane przez małe i średnie przedsiębiorstwa, wpływające na wzrost gospodarczy kraju, należy stwierdzić, iż procesem jak najbardziej pożądanym jest niestanny rozwój sektora MSP. Wśród wielu działań wspomagających ów rozwój stosunkowo najefektywniejszym i nastawionym na długą perspektywę czasową jest implementacja przedsięwzięć innowacyjnych przez podmiot gospodarczy. Chcąc zgłębić temat innowacyjności MSP oraz jej relacji ze strukturą kapitału, należy przede wszystkim sprecyzować samo pojęcie „innowacyjność”, które na przestrzeni ostatnich przeszło pięćdziesięciu lat doczekało się wielu definicji. Według P. Niedzielskiego i K. Rychlika innowacyjność jest procesem zarządzania, obejmującym różnorodne czynności, prowadzące do tworzenia, rozwijania i wprowadzania nowych wartości w produktach lub nowych połączeń środków i zasobów, które są nowością dla tworzącej lub wprowadzającej je jednostki. Postrzegane w szerokim ujęciu innowacje, obejmują również przenoszenie tych wartości na istniejących bądź nowych partnerów rynkowych, oraz mogą być wynikiem pracy grupy przedsiębiorstw [18]. Natomiast innowacyjność według J.A. Schumpetera to udoskonalanie dotychczas produkowanych wyrobów oraz wprowadzanie nowych, wprowadzanie nowych metod produkcji oraz udoskonalanie dotychczasowych, aktywizowanie i otwieranie nowych rynków zbytu, działania zmierzające do unowocześniania i stosowania nowych sposobów sprzedaży, unowocześnienia w zakresie organizacji produkcji, wykorzystywanie nowych rodzajów surowców i materiałów [22]. Podsumowując, innowacyjność rozumiana jest jako wprowadzenie do praktyki przedsiębiorstwa nowego lub znacząco ulepszonych rozwiązania i może być podzielona na cztery podstawowe grupy:

- innowacje produktowe – rozumiane jako wprowadzenie na rynek nowego towaru lub usługi albo znaczące ich ulepszenie;
- innowacje procesowe – rozumiane jako wprowadzenie nowych, lub znacząco ulepszonych, metod produkcji lub dystrybucji;
- innowacje marketingowe – rozumiane jako zastosowanie nowej metody marketingowej, tj. zmian w wyglądzie produktu, jego opakowaniu, pozycjonowaniu, promocji, polityce cenowej, modelu biznesowym;
- innowacje organizacyjne – rozumiane jako zastosowanie nowej metody organizacji działalności biznesowej jednostki, nowej organizacji miejsc pracy, nowej organizacji relacji zewnętrznych.

Jest zrozumiałe, że przeprowadzone w przedsiębiorstwie przedsięwzięcia innowacyjne wpływają na podniesienie jego konkurencyjności, determinując tym samym pozycję regionu, w jakim działają przedsiębiorstwa co, globalnie rzecz ujmując, prowadzi do gospodarczego rozwoju kraju. Należy więc rozważyć, co mogłoby stanowić o określonym kształcie procesów innowacyjnych

w jednostkach gospodarczych. Analizując literaturę przedmiotu oraz dane statystyczne, można wnioskować, iż do głównych czynników odpowiedzialnych za kształt i przebieg przedsięwzięć innowacyjnych w jednostkach gospodarczych należą: wielkość przedsiębiorstwa, typ prowadzonej działalności, dostępność zasobów finansowych, a także poziom wiedzy, znajdującej się w zasobach przedsiębiorstwa, które warunkują stosowaną technologię oraz styl zarządzania. Poziom<sup>6</sup> najistotniejszych z powyższych determinant innowacyjności sektora MSP w latach 2008–2010 w Polsce został ukazany na wykresie 1.

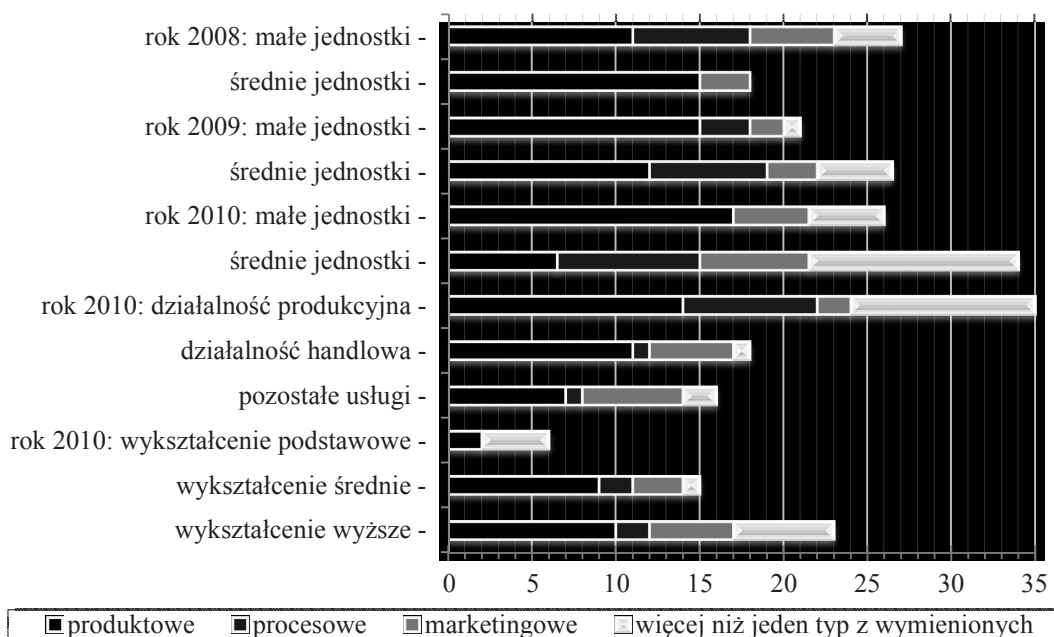
Rozpoczynając ocenę sektora małych i średnich przedsiębiorstw należy zaznaczyć, że w latach 2008 i 2010 aż 20% jednostek zainicjowało przedsięwzięcia innowacyjne. Wyjątkiem był rok 2009, w którym to nastąpił 5% spadek tego zjawiska.

Wnioski sformułowane na podstawie zebranych danych i zawarte na wykresie 1, potwierdzają założenie, iż wielkość jednostki determinuje jej skłonność do innowacji. I tak na przestrzeni badanego okresu 2009–2010 przedsięwzięcia innowacyjne w małych były rzadsze niż te realizowane w średnich przedsiębiorstwach. Ogólny stan innowacji w 2008 roku znacząco odbiegał od tego stanu w dwóch kolejnych latach 2009–2010. W 2008 roku małe jednostki osiągnęły wyższy poziom innowacji procesowych – 7%, marketingowych – 5% oraz były skłonne stosować więcej niż jeden typ przedsięwzięć innowacyjnych w jednym czasie – 4%; dla porównania przedsiębiorstwa średnie były skłonne do podejmowania poszczególnych typów działalności innowacyjnej w wymiarze, odpowiednio: 0%, 3%, 0%. Rok 2008 przyniósł jednak wyższy rezultat zaangażowania średnich przedsiębiorstw na polu innowacyjności produktowej – 15% w stosunku do małych jednostek – 11%. Trend ten nie został utrzymany w 2009 i 2010 roku – w tym okresie innowacje produktowe przeważały w małych przedsiębiorstwach (15% w 2009 i 17% w 2010 roku) nad innowacjami produktowymi w średnich przedsiębiorstwach (odpowiednio 12% i 6,5%).

Innowacyjność przedsięwzięć w pozostałych trzech kategoriach w latach 2009–2010 w średnich jednostkach, w każdym przypadku przewyższała inwestycje innowacyjne u małych podmiotów, co stanowiło odwrócenie trendu z roku 2008. Innowacje procesowe w średnich przedsiębiorstwach w 2009 roku z poziomu 7% wzrosły do 8,5%, w tym samym czasie innowacje marketingowe wzrosły ponad dwukrotnie z 3% do 6,5%, natomiast skłonność do łączenia innowacji wzrosła niemal trzykrotnie z 4,5% do 12,5%. Okres 2009–2010 to dla małych jednostek gospodarczych czas wzrostów – w przypadku innowacji marketingowych i więcej niż jeden łączonych typów innowacyjności, odpowiednio z poziomu 2% w 2009 do 4,5% w 2010 roku (innowacje marketingowe) oraz z 1% w 2009 roku do 4,5% w 2010 roku (więcej niż jeden typ innowacyjności w badanym okresie) – jak również jeden spadek dotyczący innowacyjności procesowych z poziomu 3% w 2009 roku do 0% w 2010 roku.

---

<sup>6</sup> W celu ukazania innowacyjności przedsięwzięć sektora MSP w Polsce przeanalizowane zostały przedsiębiorstwa z tegoż sektora na przestrzeni trzech lat od roku 2008 do 2010 – porównywalne pierwsze półrocza tychże okresów. Analiza ta została oparta o (dane zebrane poprzez roczne, półroczne oraz miesięczne sprawozdania) ankiety i wywiady bezpośrednie w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw, zebrane przez takie instytucje jak: GUS, MG, PARP, NBP, a także przez ośrodek naukowy SGH, jak również organizacje pozarządowe i jednostki komercyjne.



Wykres 1. Innowacyjność przedsiębiorstw sektora MSP w latach 2008–2010

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Ministerstwo Gospodarki – DAiP, *Trendy rozwojowe sektora MSP w ocenie przedsiębiorców w latach 2008–2010*, Warszawa 2008, 2009, 2010: s. 18, 22, 24; jak również: <http://www.mg.gov.pl/Analizy+i+prognozy>.

Jednostki z sektora MSP, które wprowadziły kosztochłonne rozwiązania innowacyjne zadeklarowały, że w okresie 2008–2010 pokryły je w ok. 80% z kapitałów własnych, natomiast pozostałą część stanowiły głównie kredyty bankowe [23]. Wynika to bezpośrednio z rozmiarów badanych podmiotów. Im przedsiębiorstwo większe tym łatwiej pozyskiwało kapitał obcy, a co za tym idzie tym chętniej wprowadzało przedsięwzięcia innowacyjne.

Typ prowadzonej działalności także determinuje skłonność do wdrażania innowacji. Dane ogólne, nieprzedstawione na wykresie wyraźnie wskazują, iż na przestrzeni trzech lat 2008–2010 jednostki prowadzące działalność produkcyjną stanowiły grupę, która posiadała najwyższy udział we wprowadzaniu innowacyjności. Od roku 2008 do 2010 udział ten jednak spadł z 40% w 2008, poprzez 30% w 2009 do 35% w 2010 roku, głównie na korzyść wdrażania innowacyjności w przedsiębiorstwach usługowych [23].

Zestawienie Ministerstwa Gospodarki z roku 2010 wskazuje na istotną zależność pomiędzy wprowadzaniem przedsięwzięć innowacyjnych do przedsiębiorstwa a wykształceniem przedsię-



biorców sektora MSP (liczba wprowadzanych innowacji rośnie wprost proporcjonalnie do poziomu wykształcenia zarządzającego jednostką)<sup>7</sup>.

Większość analizowanych w latach 2008–2010 prowadzących działalność małych i średnich przedsiębiorców (ok. 70%) zauważyła, że aby podnieść lub poprawić konkurencyjność podmiotu, konieczne jest wprowadzenie rozwiązań innowacyjnych na przestrzeni najbliższych lat. Równocześnie zwrócono uwagę, na podstawowe bariery, które mogą uniemożliwić dynamiczne wdrażanie przedsięwzięć innowacyjnych. W opinii badanych przedsiębiorców główną z nich była ograniczona dostępność kapitału (głównie niesatysfakcjonująca dostępność kredytów inwestycyjnych dla badanego sektora), która zdaniem sektora MSP, wzrosła z 38% w 2008, poprzez 44% w 2009 roku aż do 50% w 2010 roku. Jest to zjawisko niepokojące, szczególnie biorąc pod uwagę znaczny udział tej formy finansowania w strukturze kapitałowej małych i średnich przedsiębiorstw. Inną znaczącą przeszkodą w realizacji innowacyjnej polityki analizowanych jednostek było ryzyko związane z wprowadzeniem innowacji, które jednak zmalało w opinii jednostek na przestrzeni trzech lat – od 33% w 2008, przez 30% w 2009, do 25% w 2010 roku – co jest zjawiskiem pozytywnym, mogącym świadczyć o rosnącej świadomości, co do konieczności wdrażania innowacyjnych projektów w sektorze MSP, a także o zauważalnych pozytywnych symptomach zw. z ich zastosowaniem. Ostatnim utrudnieniem, które zniechęcało przedsiębiorców do wprowadzania innowacji, był w ich opinii brak zainteresowania potencjalnych odbiorców innowacyjną usługą czy produktem. Liczba jednostek, które dotknęła taka sytuacja była na przestrzeni trzech badanych lat ukształtowana na poziomie ok. 20% (z niewielkim 5% odstępstwem w 2009 roku – 25%).

## **5. Źródła finansowania przedsięwzięć innowacyjnych sektora MSP**

Jak wskazują badania przeprowadzone przez Ministerstwo Gospodarki niedostatki kapitałowe oraz nieodpowiednia struktura kapitału to dla małych i średnich przedsiębiorstw często główne bariery uniemożliwiające innowacyjność inwestycji, a co za tym idzie bariery uniemożliwiające rozwój oraz uzyskanie mocnej pozycji rynkowej jednostki. Natomiast odpowiednie proporcje źródeł finansowania MSP mogą warunkować nie tylko przetrwanie przedsiębiorstwa na rynku, ale i jego dynamiczny rozwój.

Praktyka gospodarcza wskazuje na prawidłowość, według której to duże, korporacyjne jednostki najczęściej posługują się modelami teoretycznymi kapitału<sup>8</sup>. Sytuacja implementacji teorii kapitału prezentuje się odwrotnie w małych przedsiębiorstwach. Zarządzanie strukturą kapitału nie ma tam prawie miejsca, a decyzje co do wyboru źródeł finansowania są podejmowane często bez wnikliwej analizy przeszłych zdarzeń gospodarczych oraz bez wytyczenia długookresowych celów. Dlatego też trudno jednoznacznie określić, która teoria struktury kapitału jest stosowana przez większość MSP. Powyższe wnioski mogą skłonić do stwierdzenia, które wysunął S.C. Myers (rozwijając teorię G. Donaldsona), iż przedsiębiorstwo nie musi posiadać określonej struktury kapitału [16, 17]. To z kolei może skłaniać do konkluzji, że wybór środków finansowania

---

<sup>7</sup> Badanie to pokazało też rosnące znaczenie kapitału intelektualnego dla współczesnej gospodarki, skutkujące potrzebą dalszych analiz w tym kierunku.

<sup>8</sup> Często umożliwiają im to specjalne struktury organizacyjne, w których dużą rolę odgrywają doradcy pionu finansowo-księgowego oraz wykwalifikowana kadra zarządzająca, skupione na planowaniu finansowym (struktury te są wyraźnie oddzielone i autonomiczne względem właścicieli).

działalności gospodarczej przez MSP jest w głównej mierze podporządkowany hierarchii źródeł finansowania [33]. Teoria ta potwierdza, że stosujące ją jednostki maksymalizują swoją wartość poprzez wykorzystanie kapitałów o najniższym koszcie w pierwszej kolejności. Traktując, że zaspokojenie potrzeb kapitałowych następuje w drodze uporządkowanego wyboru, teoria dowodzi, że preferowane są wewnętrzne źródła finansowania działalności, a dopiero po ich wyczerpaniu środki zewnętrzne (co czyni ją najczęściej aplikowaną właśnie w sektorze MSP). W praktyce hierarchizacja atrakcyjności źródeł kapitałowych następuje w przypadku MSP przy pomocy trzech podstawowych kryteriów, z których dostępność środków finansowych jest najistotniejsza<sup>9</sup>. Podział źródeł finansowania potrzeb kapitałowych ze względu na kryterium dostępności zostało przedstawione w tabeli 2. Drugim kryterium wyboru sposobów finansowania działalności małych i średnich przedsiębiorstw jest koszt pozyskania kapitału<sup>10</sup>. Ostatnim kryterium pozyskiwania środków finansujących działalność jest elastyczność<sup>11</sup>, która choć w dużym stopniu niezależna od MSP, to stanowi swoiste dopełnienie kryterium dostępności oraz kosztu, uzasadniając sposób decydowania o strukturze kapitałowej jednostki gospodarczej sektora MSP.

*Tabela 2. Dostępność źródeł finansowania przedsięwzięć sektora MSP*

łatwo dostępne dla MSP	średnio dostępne dla MSP	trudno dostępne dla MSP
środki własne	kredyty bankowe - krótkotermin.	emisje na rynku giełdowym
kredytowanie przez dostawców	leasing	kredyty bankowe - długotermin.
poręczenia kredytowe	kredytowanie przez odbiorców	venture capital
środki unijne	factoring	franchising
pożyczki - sektor pozabankowy	emisje na rynku pozagiełdowym	
dotacje budżetowe		
pożyczki - rodzina i przyjaciele		

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Głodek P., Gołębiowski M., *Finansowanie innowacji w małych i średnich przedsiębiorstwach*, VIP, Warszawa 2006: s. 6–10.

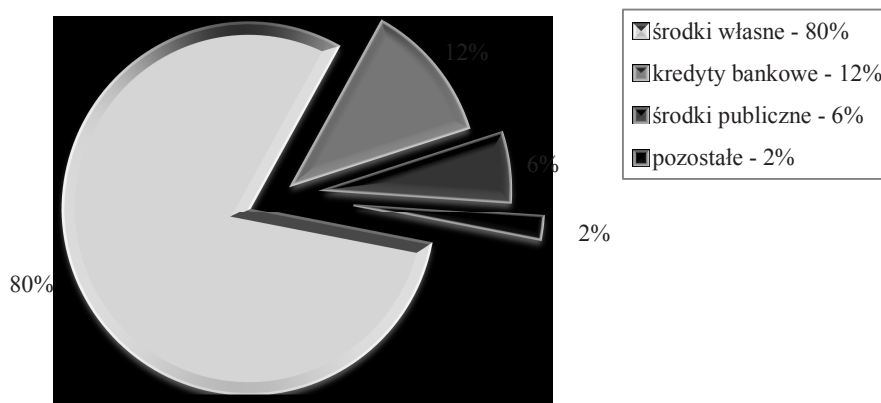
Jak wynika z tabeli 2 głównym źródłem finansowania działalności krótko- oraz długookresowej MSP są środki własne. Finansowanie wewnętrzne, tzw. samofinansowanie jest traktowane jako podstawowe źródło zaspokajania potrzeb kapitałowych, które gwarantuje rozwój przedsiębiorstwa, a tym samym zapewnia określone korzyści przedsiębiorcom. W małych i średnich przedsiębiorstwach są to zwykle środki właściciela, inwestowane w momencie powstawania jednostki

<sup>9</sup> Biorąc pod uwagę to kryterium, MSP powinny wybierać źródła o największej dostępności w pierwszej kolejności.

<sup>10</sup> Działając zgodnie z podstawowym celem działalności, MSP dążyć powinny do minimalizacji kosztów poniesionych w toku swojego rozwoju.

<sup>11</sup> Owa elastyczność rozumiana jest jako: szybkość pozyskania źródła, wielkość dostępnych środków, czas spłaty, możliwość renegotiacji terminu spłaty oraz wysokości zadłużenia.

gospodarczej oraz środki wypracowane podczas jej funkcjonowania<sup>12</sup>. Dzieje się tak dlatego, iż małe i średnie przedsiębiorstwa mają utrudniony dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania ze względu na szereg barier, tj. uwarunkowania: prawne, rynkowe, społeczne, finansowe, infrastrukturalne, a także bariery związane z poziomem, na jakim kształtuje się kapitał intelektualny w małym i średnim przedsiębiorstwie. Wśród zewnętrznych źródeł finansowania MSP główną rolę odgrywa kredyt bankowy, co jest bezpośrednio spowodowane faktem szerokiego kontaktu banków z małymi i średnimi przedsiębiorstwami<sup>13</sup>. Kredyt bankowy, szczególnie ten długoterminowy, służy MSP głównie finansowaniu działań inwestycyjnych. Część z tych wydatków inwestycyjnych posiada charakter innowacyjny. Ogólny procentowy podział struktury kapitału w MSP przeznaczony na realizację przedsięwzięć innowacyjnych, przedstawiony jest na wykresie 2 i odnosi się do okresu 2008–2010 w Polsce.



Wykres 2. Źródła finansowania innowacji w sektorze MSP w Polsce w latach 2008–2010

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Ministerstwo Gospodarki – DAiP, *Trendy rozwojowe sektora MSP w ocenie przedsiębiorców w latach 2006–2010*, Warszawa 2008, 2009, 2010: s. 21–23; jak również: <http://www.mg.gov.pl/Analizy+i+prognozy>.

Należy zwrócić szczególną uwagę na dane zaprezentowane na wykresie 2 potwierdzające założenie, iż małe i średnie przedsiębiorstwa układają swoją strukturę kapitału (tu: strukturę kapitału dotyczącą finansowania procesów innowacyjnych) zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania. I tak zgodnie z nią przedsiębiorcy z sektora MSP finansowali proces innowacyjny

<sup>12</sup> Nie bez znaczenia pozostają także źródła finansowania skierowane głównie do sektora MSP, wśród których wyróżnić należy: poręczenia udzielane przez fundusze poręczeń kredytowych, pożyczki udzielane przez fundusze pożyczkowe, środki z programów unijnych oraz dotacje pochodzące z budżetu państwa, a także pożyczki od rodziny i znajomych oraz rolę aniołów biznesu, parków technologicznych i inkubatorów przedsiębiorczości. Z uwagi jednak na stosunkowo niski udział procentowy w ogóle środków finansujących MSP, ich obecność w niniejszym artykule, tak w części teoretycznej jak i empirycznej, została jedynie zasygnalizowana.

<sup>13</sup> Istnieją również inne przyczyny, które decydują o powszechności kredytu bankowego będącego źródłem finansowania działalności MSP, wśród których za najistotniejsze można uznać: regulacje prawne wymuszające współpracę przedsiębiorstwa a bankiem, kompleksową obsługę bankową oraz oferowaną obsługę finansową i doradczą dla przedsiębiorców nieposiadających dostatecznych kwalifikacji ekonomicznych, a także posiadanie przez bank bezsprzecznie największych możliwości finansowania podmiotów gospodarczych ze względu na zgromadzone depozyty oraz posiadane środki własne.

na przestrzeni lat 2008–2010 głównie z nakładów własnych (80%) – ok. 76% środków stanowiły nakłady własne w grupie jednostek małych, natomiast ok. 84% wśród jednostek średnich. Kolejnym, istotnym źródłem finansowania procesów innowacyjnych w sektorze MSP były, na przestrzeni analizowanych lat 2008–2010, kredyty bankowe (12%) – zaspokoiły one ok. 13% wydatków na innowacje wśród małych przedsiębiorców oraz ok. 10% nakładów na innowacje wśród średnich jednostek. Znaczącą rolę w strukturze finansowania innowacji przedsiębiorstw badanego sektora odegrały tzw. środki publiczne. Pod tą nazwą ukryte zostały źródła pochodzące zarówno z budżetu państwa, jednostek samorządu terytorialnego, jak też z Unii Europejskiej. Na wsparciu ze środków publicznych oparta została działalność innowacyjna ok. 6% przedsiębiorców sektora MSP, z czego średnich przedsiębiorców – 9%, natomiast małych przedsiębiorców – 3%. Ostatnia grupa źródeł finansowania innowacji jednostek sektora MSP w Polsce stanowiła w latach 2008–2010 to głównie środki finansowe (ok. 2%) z leasingu, ofert funduszy poręczeniowych i pożyczkowych itp.

## **6. Podsumowanie**

Zastosowanie przedsięwzięć innowacyjnych w danej jednostce gospodarczej sektora MSP jest uzależnione od wielu czynników z otoczenia dalszego i bliższego. Przede wszystkim od rozmiarów przedsiębiorstwa (wprowadzanie przedsięwzięć innowacyjnych zależy wprost proporcjonalnie od wielkości podmiotu gospodarczego), typu prowadzonej działalności (największe skłonności innowacyjne przejawiają przedsiębiorstwa produkcyjne), poziomu wykształcenia (zależność wprost proporcjonalna pomiędzy rosnącym poziomem wykształcenia a innowacyjnością) i umiejętności właściciela (lub innej osoby zarządzającej podmiotem), a także od świadomości przedsiębiorcy co do istotności działań innowacyjnych (im większa świadomość i umiejętności na polu zarządzania finansowego przedsiębiorcy, tym większa skłonność do przedsięwzięć innowacyjnych).

Jednak najistotniejszym czynnikiem, decydującym niekiedy o wdrożeniu przedsięwzięcia innowacyjnego w jednostce, jest jego struktura kapitału (im większy poziom kapitałów obcych w przedsiębiorstwie – wynikający z dostępności w pozyskaniu kapitałów obcych – w stosunku do kapitałów własnych, tym skłonności do innowacyjności są większe). Na czynnik ten wskazuje co drugi badany w latach 2008–2010 mały i średni przedsiębiorca. MSP stosują głównie teorię hierarchii źródeł finansowania w formowaniu swojej struktury kapitału, co determinuje duży udział kapitałów własnych, a także istotny udział kapitałów obcych w postaci kredytów bankowych, w finansowaniu działalności innowacyjnej jednostek gospodarczych tego sektora. Takie proporcje pomiędzy różnymi rodzajami kapitałów w małych i średnich przedsiębiorstwach prowadzą do niepełnego wykorzystania możliwości, które niosą ze sobą przedsięwzięcia innowacyjne, co skutkuje tym, że nie więcej niż 27% małych i 34% średnich przedsiębiorstw wprowadziło przedsięwzięcia innowacyjne na przestrzeni ostatnich trzech lat.

### Bibliografia

- [1] Barclay M. J., Smith C. W., *The capital structure puzzle: Another look at the evidence*, Journal of Applied Corporate Finance, 1999: s. 5, 12.
- [2] Brealey R. A. i in., *Corporate Finance*, McBraw-Hill, New York 2006: s. 488–189.
- [3] Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii.*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005: s. 184.
- [4] Dębski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005: s. 384.
- [5] Fisher I., *The Nature of Capital and Income*, Macmillen, New York 1906: s. 52.
- [6] Firela A., *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, SGH, Warszawa 2008: s. 79–80.
- [7] Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002: s. 19, 66.
- [8] Głodek P., Gołębiewski M., *Finansowanie innowacji w małych i średnich przedsiębiorstwach*, VIP, Warszawa 2006: s. 6–10.
- [9] Graham J.R., Harvey C.R., *How Do CFOs Make Capital Budgeting and Capital Structure Decisions?*, Journal of Applied Corporate Finance 2002: s. 12.
- [10] Groppelli A.A., Nikbakht E., *Wstęp do finansów*, WIG Press, Warszawa 1999: s. 189, 276.
- [11] Grzywacz J., *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, SGH, Warszawa 2008: s. 13, 23, 114, 119–120, 124.
- [12] Iwin-Garżyńska I., *Kapitał – kategoria finansowa*, w: *Finanse przedsiębiorstwa*, red. Karpuś P., Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2006: s. 237.
- [13] McGuigan J. R., Kretlow W. J., Moyer R.C., *Contemporary Financial Management, International Study Edition*, West Publishing Company, 10th Edition, 2006: s. 460–464.
- [14] Michalak A., *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007: s. 73.
- [15] Modigliani F., Miller M. H., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, AER 1985: s. 48.
- [16] Myers S. C., *The Capital structure Puzzle*, Journal of Finance 39, Lipiec 1984: s. 575–592.
- [17] Myers S. C., *Still searching for the Optimal Capital Structure*, Journal of Applied Corporate Finance 6, Wiosna 1993, s. 4–14.
- [18] Niedzielski P., Rychlik K., *Innowacje i Kreatywność*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2006: s. 5.
- [19] Owsiak S., *Podstawy nauki finansów*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002: s. 134.
- [20] Piasecki B., *Ekonomika i zarządzanie małą firmą*, PWN, Warszawa – Łódź 1999: s. 42.
- [21] Pluta W., *Finanse małych i średnich przedsiębiorstw*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004: s. 18–19.
- [22] Schumpeter J. A., *Teoria rozwoju gospodarczego*, PWN, Warszawa 1960: s. 12.
- [23] Ministerstwo Gospodarki – DAiP, *Trendy rozwojowe sektora MSP w ocenie przedsiębiorców w latach 2008–2010*, Warszawa 2008, 2009, 2010: s. 3–8, 18, 21–24.
- [24] Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej (Dz.U. Nr 173, poz. 1807 z późn. zm., art. 104–106).
- [25] <http://www.mg.gov.pl/Analizy+i+prognozy>.

## CAPITAL STRUCTURE AND INNOVATION IN THE SME SECTOR

### Summary

*Small and Medium Enterprise (SME) sector is a vital part of the Polish economy as it has contributed to a significant increase of GDP in the past twenty years. Therefore, SME development is crucial for national economic growth.*

*Innovative investment implementation within the small and medium sized enterprises has become an important element in development of the SME sector. Not only innovation does increase a value of the company but it also increases it's market competitiveness.*

*One of the most important ways to encourage a small and medium business entrepreneur to innovate is to set a right balance between the company's debt and equity. The task of creating an appropriate capital structure within an organisation has been widely studied not only by theorists, but by entrepreneurs and business professionals. Depending on the applied capital structure theory within a company, the company can be successful in implementing innovative investment practices to various degrees.*

*The aim of this article is to examine how the structure of capital in the SME sector determines the willingness to innovate in the SME business environment of Poland. The article presents the results of a study that examined Polish small and medium sized entities during the last three year period from 2008–2010.*

*Results of the survey have shown that the majority of small and medium sized entities in Poland now see the increasing importance of innovation. The SME sector is engaged in various kinds of innovative investment such as: product innovation, process innovation and marketing innovation, etc. However many other Polish SMEs are unable to carry out innovative projects due to unequal conditions in the field of capital acquisition (i.e. difficulties in sourcing funds from banks). Small and medium sized companies finance their investments mostly with equity due to Pecking Order Theory. The survey illustrates that the company's ability to carry out innovation increases as the size of the company and the level of its debt grows. (Less than 27% of small (34% of medium) sized entities carried out innovation during 2008–2010).*

**Keywords:** capital structure, capital structure theories, SME, innovation

Julia Anna Wachowska  
Zakład Finansów  
Wydział Ekonomiczny  
Zachodniopomorski Uniwersytet Technologiczny  
ul. Janickiego 31, 71-270 Szczecin  
e-mail: julia\_wachowska@wp.pl