

JANINA JĘDRZEJCZAK-GAS

STRUKTURA KAPITAŁU W MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTWACH

Słowa kluczowe: struktura kapitału, czynniki kształtujące strukturę kapitału, małe i średnie przedsiębiorstwa, analiza regresja

Keywords: structure of capital, the factors influencing structure of capital, the small and medium enterprises, regression analysis

Klasyfikacja JEL: L25, L26, G32, C30

Wprowadzenie

Sektor małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) pełni ważną rolę w rozwoju polskiej gospodarki. Na początku lat 90. XX wieku MŚP odegrały istotne znaczenie w przezwyciężeniu kryzysu i wejściu Polski na ścieżkę wzrostu gospodarczego¹. Obecnie MŚP stanowią w Polsce ponad 99,8% ogółu aktywnych firm, wytwarzają około 48% PKB, a liczba pracujących w tych podmiotach wynosi ponad 6,3 mln (70%)². W literaturze przedmiotu podkreśla się często, że sektor MŚP jest podstawowym źródłem wzrostu zatrudnienia, wykazuje zdolność elastycznego reagowania na zmiany otaczającej go rzeczywistości, wprowadza konkurencję itp.³ Małe i średnie przedsiębiorstwa uważane są również za stymulatora rozwoju gospodarki, ich funkcjonowanie stanowi przejaw zdrowej konkurencji oraz odzwierciedla przedsiębiorczość społeczeństwa⁴. Dlatego też istotne znaczenie ma kształtowanie właściwych warunków funkcjonowania i rozwoju MŚP.

Istotny wpływ na różne obszary funkcjonowania przedsiębiorstw, w tym MŚP, wywierają decyzje dotyczące kształtowania struktury kapitału, tj. dotyczące wyboru rodza-

¹ *Wkład małych i średnich przedsiębiorstw w rozwój gospodarki polskiej*, Polska Fundacja Promocji i Rozwoju Małych i Średnich Przedsiębiorstw, Warszawa 1997, s. 21.

² *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2010–2011*, PARP, Warszawa 2012, s. 19, 22, 27; *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2011 r.*, GUS, Warszawa 2013, s. 22, 25.

³ J. Jędrzejczak-Gas: *Małe i średnie przedsiębiorstwa jako czynnik rozwoju współczesnych gospodarek*, [w:] *Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy. Uwarunkowania ekonomiczne*, Uniwersytet Rzeszowski, Rzeszów 2003.

⁴ A. Skowronek-Mielczarek: *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, C.H.Beck, Warszawa 2003, s. 6.

jów kapitału i źródeł jego pozyskania. Struktura kapitału w MŚP podlega kształtowaniu przez różne czynniki, a jednocześnie proporcje kapitału własnego i obcego mają znaczenie dla gospodarki finansowej tych przedsiębiorstw i w konsekwencji wyznaczają ich pozycję w strukturze rynku, a także granice ekspansji gospodarczej całego sektora. Dlatego też problem struktury kapitału w MŚP wymaga szczegółowych badań⁵.

Celem opracowania jest analiza i ocena struktury kapitału oraz identyfikacja czynników oddziałujących na tę strukturę w małych i średnich przedsiębiorstwach działających w polskiej gospodarce.

Pojęcie struktury kapitału

W literaturze przedmiotu termin struktura kapitału nie jest jednolicie rozumiany⁶. Struktura kapitału jest na ogół definiowana jako:

- udział kapitału własnego oraz kapitału obcego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa⁷,
- relacja wartości zadłużenia długoterminowego do kapitałów własnych⁸,
- kapitał stały przedsiębiorstwa (kapitał własny + długoterminowy kapitał obcy)⁹,
- kapitał pozyskany poprzez emisję przez przedsiębiorstwo papierów wartościowych¹⁰,
- wszystkie zastosowane w przedsiębiorstwie kapitały, które pociągają za sobą koszty finansowe (kapitał własny + długoterminowy kapitał obcy + części krótkoterminowego kapitału obcego, od którego przedsiębiorstwo płaci odsetki)¹¹.

W niniejszym opracowaniu za strukturę kapitału przedsiębiorstwa przyjęto udział kapitału własnego oraz kapitału obcego w finansowaniu aktywów przedsiębiorstwa.

Determinanty struktury kapitału przedsiębiorstw

W literaturze przedmiotu prezentowanych jest wiele kryteriów podziału determinant struktury kapitału. Najczęściej stosowane kryteria to:

⁵ T. Łuczka: *Struktura kapitału w mikro- i małych przedsiębiorstwach*, „*Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*” 2006, numer specjalny, s. 73.

⁶ Różne podejścia do definiowania struktury kapitału zostały przedstawione m.in. w: A. Duliniec: *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2001, s. 13–17.

⁷ R.W. Masulis: *The Debt/Equity Choice*, Ballinger Publishing Company, Cambridge 1988; R.C. Higgins: *Analysis for Financial Management*, Irwin, Homewood 1992; S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe: *Corporate Finance*, Irwin, Chicago 1996; *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, red. M. Jerzemowska, PWE, Warszawa 2004.

⁸ J.F. Weston, T.E. Copeland: *Managerial Finance*, Cassell, 1992; R.Ch. Moyer, J.R. McGuigan, W.J. Kretlow: *Contemporary Financial Management*, West Publishing Company, St Paul 1992.

⁹ J. Downes, J.E. Goodman: *Dictionary of Finance and Investment Terms*, Barron's Educational Series, Hauppauge 1991.

¹⁰ R.A. Brealey, S.C. Myers: *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York 1995.

¹¹ M. Modigliani, M.H. Miller: *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, „*American Economic Review*” 1963, nr 53; J. Gajdka: *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002; A. Skowronek-Mielczarek: *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, C.H.Beck, Warszawa 2005.

- związek determinant z otoczeniem przedsiębiorstwa,
- możliwość reagowania przedsiębiorstwa na determinanty.

Pierwsze kryterium pozwala wyróżnić determinanty makroekonomiczne, związane z otoczeniem dalszym (makrootoczeniem) przedsiębiorstwa oraz mikroekonomiczne, związane z otoczeniem bliższym (otoczeniem konkurencyjnym) przedsiębiorstwa¹². Czynniki makroekonomiczne to m.in.: specyfika branży, inflacja, system podatkowy, polityka rządu. Z kolei czynniki specyficzne to np. pozycja firmy na rynku, jakość kierownictwa¹³.

Biorąc z kolei pod uwagę możliwość reagowania przez przedsiębiorstwo na determinanty, wyróżnia się czynniki zewnętrzne (egzogeniczne) oraz czynniki wewnętrzne (endogeniczne)¹⁴. Czynniki zewnętrzne to zmienne, na które przedsiębiorstwo nie ma w zasadzie możliwości reagowania. Są to tzw. czynniki makrootoczenia (czynniki ekonomiczne, prawne, polityczne, międzynarodowe, technologiczne). Natomiast czynniki wewnętrzne to czynniki, które mogą być kształtowane przez przedsiębiorstwo. Do czynników tych zalicza się m.in. dostawców kapitału, formę organizacyjno-prawną, organizację systemu księgowo-sprawozdawczego, koszt kapitału własnego¹⁵.

Czynniki wpływające na kształtowanie się struktury kapitału można również podzielić na ekonomiczne i prawne. Do czynników ekonomicznych, kreowanych w przedsiębiorstwie, można w szczególności zaliczyć: efektywność osiąganą przez przedsiębiorstwo, planowane tempo rozwoju przedsiębiorstwa, skłonność zarządzających do ryzyka, koszt kapitału uzyskiwany ze źródeł zewnętrznych i wewnętrznych za pomocą różnych instrumentów rynku finansowego, przedmiot działania przedsiębiorstwa. Do czynników prawnych można natomiast zaliczyć: formę organizacyjno-prawną przedsiębiorstwa, dostępność przedsiębiorstw do różnych form finansowania zewnętrznego własnego i obcego, konstrukcję podatku dochodowego¹⁶.

Ponadto wielu autorów wymienia czynniki struktury kapitału, nie podając kryterium i nie stosując żadnych podziałów. Na przykład, E.F. Brigham do czynników wpływających na strukturę kapitału zalicza: stabilność sprzedaży, strukturę aktywów, dźwignię operacyjną, stopę wzrostu firmy, rentowność, opodatkowanie, kontrolę zarządu nad firmą, preferencje zarządu, wymagania agencji ratingowych i kredytodawców, warunki rynkowe, wewnętrzne uwarunkowania firmy, elastyczność finansową¹⁷.

Analizując czynniki wpływające na kształtowanie się struktury kapitału MŚP należy ponadto uwzględnić to, iż przedsiębiorstwa te różnią się istotnie od przedsiębiorstw dużych,

¹² J. Iwin-Garżyńska, A. Adamczyk: *Wybrane zagadnienia finansów przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2009.

¹³ M. Jerzemowska: *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa 1999, s. 51–60.

¹⁴ J. Ickiewicz: *Pozyskiwanie. Koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwie*, SGH, Warszawa 2001, s. 16.

¹⁵ B. Kłosowska, A. Tokarski, M. Tokarski, E. Chojnacka: *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 25–30.

¹⁶ J. Ickiewicz: *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, SGH, Warszawa 2004, s. 205–207.

¹⁷ E.F. Brigham: *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 2005, s. 173–175.

zarówno pod względem jakościowym, jak i ilościowym. Małe i średnie przedsiębiorstwa charakteryzują się pewnymi szczególnymi cechami jakościowymi, takimi jak np. samodzielność ekonomiczna i prawna właściciela, specyficzna struktura organizacyjna, które mogą również stanowić determinantę struktury kapitału¹⁸.

Charakterystyka struktura kapitału MŚP

W związku z potrzebą prowadzenia badań dotyczących struktury kapitału MŚP, w dalszej części opracowania, na podstawie danych statystycznych GUS, scharakteryzowano strukturę kapitału MŚP oraz podjęto próbę identyfikacji determinant tej struktury. Zbiór przedsiębiorstw, będący przedmiotem analizy, to podmioty gospodarcze, prowadzące księgi rachunkowe lub podatkową księgę przychodów i rozchodów, w których liczba pracujących wynosi 10–49 osób (przedsiębiorstwa małe) oraz 50–249 osób (przedsiębiorstwa średnie). Badaniami objęto ostatnie 10 lat, tzn. lata 2002–2011¹⁹.

Do scharakteryzowania struktury kapitału MŚP wybrano następujące wskaźniki:

- wskaźnik udziału kapitałów własnych w pasywach ogółem = kapitał własny / pasywa ogółem,
- wskaźnik zadłużenia ogółem = zobowiązania ogółem / aktywa ogółem,
- wskaźnik struktury kapitału = kapitał własny / kapitał obcy.

Dane dotyczące struktury kapitału małych oraz średnich przedsiębiorstw przedstawiono w tabeli 1.

Z danych przedstawionych w tabeli 1 wynika, że w całym analizowanym okresie przedsiębiorstwa średnie w większym stopniu niż przedsiębiorstwa małe finansowały swoją działalność kapitałem własnym. Obliczona średnia wartość udziału kapitału własnego w pasywach ogółem za analizowane 10 lat, dla przedsiębiorstw średnich wyniosła 50,1%, natomiast dla przedsiębiorstw małych – 45,7%.

W 2002 roku przedsiębiorstwa małe finansowały się kapitałem własnym w około 41%. W 2003 roku w przedsiębiorstwach tych wskaźnik udziału kapitałów własnych w pasywach ogółem zmniejszył się do poziomu 38,5%. Jednak w kolejnych latach wskaźnik ten systematycznie zwiększał się i w 2007 r. wyniósł 50,6% (wzrost o prawie 10 punktów procentowych w stosunku do 2002 roku). W latach 2002–2007 wzrosła więc rola kapitału własnego w finansowaniu działalności firm małych. W przedsiębiorstwach średnich w latach 2002–2007 odnotowano również wzrost wskaźnika udziału kapitałów własnych w pasywach ogółem. W 2002 roku wskaźnik ten wynosił około 49%, natomiast w 2007 roku wzrósł do poziomu ponad 53%. W latach 2008–2011, zarówno w przedsiębiorstwach małych, jak i w przedsiębiorstwach średnich, udział kapitałów własnych w pasywach ogółem systematycznie obniżał się i w 2011 roku wyniósł odpowiednio 43,4 oraz 47%.

¹⁸ T. Łuczka: *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie. Wybrane aspekty mikro- i makroekonomiczne*, PWN, Warszawa-Poznań 2001, s. 15–20.

¹⁹ Najnowsze dane publikowane przez GUS dotyczą 2011 roku.

Wskaźnik zadłużenia ogółem charakteryzuje udział kapitałów obcych (długo- i krótkoterminowych) w finansowaniu aktywów przedsiębiorstw. Za normę zadłużenia ogółem przyjmuje się wskaźnik w granicach od 57 do 67%. Poziom zadłużenia w analizowanych przedsiębiorstwach, zwłaszcza średnich, można więc określić jako niski, gdyż w zdecydowanej większości badanych lat nie przekracza on 50%.

Tabela 1

Wskaźniki struktury kapitału małych i średnich przedsiębiorstw w latach 2002–2011

Rok	Przedsiębiorstwa małe			Przedsiębiorstwa średnie		
	$(Kw / P) \times 100\%$	$(Ko / A) \times 100\%$	Kw / Ko	$(Kw / P) \times 100\%$	$(Ko / A) \times 100\%$	Kw / Ko
2002	41,4	58,6	0,71	49,4	50,6	0,98
2003	38,5	61,5	0,63	48,0	52,0	0,92
2004	44,2	55,8	0,79	51,0	49,0	1,04
2005	49,2	50,8	0,97	50,9	49,1	1,04
2006	48,3	51,7	0,94	51,5	48,5	1,06
2007	50,6	49,4	1,03	53,5	46,5	1,15
2008	48,2	51,8	0,93	49,6	50,4	0,99
2009	46,9	53,1	0,88	51,4	48,6	1,06
2010	46,4	53,6	0,87	48,9	51,1	0,96
2011	43,4	56,6	0,77	47,0	53,0	0,89
Średnia za badane 10 lat	45,7	54,3	0,85	50,1	49,9	1,01

Kw – kapitał własny

Ko – kapitał obcy

P – pasywa ogółem

A – aktywa ogółem

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych za lata 2002–2011*.

W przedsiębiorstwach małych w latach 2002–2007 wskaźnik zadłużenia ogółem obniżył się o około 10 punktów procentowych (z około 59 do około 49%), co świadczy o tym, że zmniejszył się procent sfinansowania majątku firm małych kapitałami obcymi. W latach 2008–2011 zaobserwowano natomiast wzrost tego wskaźnika o około 7 punktów procentowych, co oznacza, że w pewnym stopniu wzrosło również ryzyko ponoszone przez właścicieli tych przedsiębiorstw. W grupie przedsiębiorstw średnich wskaźnik ten w latach 2002–2007 obniżył się o około 4 punkty procentowe, a następnie w latach 2008–2011 systematycznie rósł i w 2011 roku osiągnął najwyższy poziom w całym analizowanym okresie (53%).

Obliczony wskaźnik struktury kapitału pokazał natomiast, że w latach 2002–2007, zarówno w przedsiębiorstwach małych, jak i średnich, na każdą złotówkę kapitału obcego przypadła coraz większa wartość kapitału własnego. W latach 2008–2011 wskaźnik ten

systematycznie obniżał się i w 2011 roku w przedsiębiorstwach średnich osiągnął wartość najniższą w całym analizowanym okresie.

Obliczone wskaźniki (wskaźnik udziału kapitałów własnych w pasywach ogółem, wskaźnik zadłużenia ogółem, wskaźnik struktury kapitału) wskazują, że w badanym okresie miała miejsce zmiana struktury kapitałowej w analizowanych przedsiębiorstwach. W latach 2002–2011 można wyróżnić dwa okresy. Pierwszy okres to lata 2002–2007 – w strukturze źródeł finansowania wzrósł udział kapitałów własnych, a obniżył się udział kapitałów obcych. Drugi okres to lata 2008–2011 – w strukturze źródeł finansowania wzrósł udział kapitałów obcych, a obniżył się udział kapitałów własnych.

Powstaje więc pytanie: czy zaobserwowane w latach 2002–2011 zmiany w proporcji udziału kapitału własnego i obcego w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw związane były z kształtowaniem optymalnej struktury kapitału?

Próba znalezienia odpowiedzi na to pytanie jest obliczenie wskaźnika dźwigni finansowej, który jest różnicą między poziomem wskaźnika rentowności kapitału własnego a poziomem wskaźnika rentowności majątku (tabela 2).

Tabela 2

Wskaźnik dźwigni finansowej w MŚP w latach 2002–2011

Rok	Przedsiębiorstwa małe			Przedsiębiorstwa średnie		
	ROE	ROA	Dźwignia finansowa	ROE	ROA	Dźwignia finansowa
2002	-2,57	-1,06	-1,51	1,29	0,64	0,65
2003	10,78	4,16	6,63	4,34	2,09	2,26
2004	12,70	5,62	7,08	10,59	5,40	5,19
2005	11,34	5,58	5,76	8,61	4,38	4,23
2006	10,78	5,21	5,57	11,29	5,81	5,48
2007	14,99	7,59	7,40	11,65	6,24	5,41
2008	12,16	5,87	6,30	9,01	4,47	4,54
2009	13,29	6,23	7,06	9,17	4,71	4,46
2010	11,97	5,56	6,41	9,65	4,72	4,93
2011	5,32	2,31	3,01	8,57	4,02	4,54
Średnia za badane 10 lat	10,08	4,71	5,37	8,42	4,25	4,17

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych za lata 2002–2011*.

Wskaźnik dźwigni finansowej pozwala na ocenę efektywności wykorzystania kapitału obcego. W całym analizowanym okresie (z wyjątkiem 2002 i 2011 roku) przedsiębiorstwa małe osiągnęły wyższy niż przedsiębiorstwa średnie wskaźnik dźwigni finansowej, co świadczy o tym, że lepiej wykorzystywały kapitał obcy. W 2003 roku (w porównaniu do 2002), zarówno w przedsiębiorstwach małych, jak i średnich wzrósł udział kapitałów obcych w fi-

nansowaniu majątku. W roku tym wzrósł również wskaźnik dźwigni finansowej. W latach 2004–2007 zmniejszyła się jednak rola obcych źródeł w finansowaniu majątku badanych firm. Jednocześnie, w okresie tym wskaźnik dźwigni finansowej zmieniał się w różnych kierunkach. W latach 2008–2011 wzrósł udział kapitałów obcych w pasywach, natomiast wskaźnik dźwigni finansowej, podobnie jak w poprzednim okresie, wykazywał wahania. Stąd, trudno jest znaleźć związek między zmianami w proporcji udziału kapitału obcego i własnego w pasywach a podejmowaniem działań mających na celu optymalizację struktury kapitału.

Determinanty struktury kapitału MŚP

Aby zidentyfikować czynniki oddziałujące na strukturę kapitału MŚP oraz zbadać siłę i kierunek ich wpływu, zastosowano metodę regresji wielu zmiennych²⁰. W przeprowadzonych badaniach jako zmienną objaśnianą (Y) przyjęto strukturę kapitału badanych przedsiębiorstw. Na podstawie literatury przedmiotu ustalono listę potencjalnych determinant struktury kapitału. Następnie, biorąc pod uwagę ograniczenia wynikające z dostępności danych, powyższą listę zweryfikowano i ostatecznie do badań przyjęto następujące zmienne objaśniające:

- X1 – struktura aktywów (aktywa trwałe/aktywa ogółem),
- X2 – rentowność sprzedaży (wynik finansowy netto/przychody ze sprzedaży),
- X3 – rentowność aktywów (wynik finansowy netto/aktywa ogółem),
- X4 – płynność finansowa (aktywa obrotowe/zobowiązania krótkoterminowe),
- X5 – wielkość firmy (wartość przychodów ze sprzedaży),
- X6 – perspektywy rozwoju (procentowa zmiana wartości aktywów ogółem),
- X7 – unikalność produktu (koszty sprzedaży/przychody ze sprzedaży),
- X8 – efektywna stopa podatkowa (podatek dochodowy/wynik finansowy brutto),
- X9 – koniunktura gospodarcza (PKB),
- X10 – inflacja (wskaźnik inflacji),
- X11 – koszt kredytu (średnia stopa oprocentowania kredytów).

Następnie obliczono współczynnik zmienności, który pozwolił wyeliminować ze zbioru wstępnie rozważanych zmiennych objaśniających te, które nie odznaczały się wystarczająco dużym zróżnicowaniem (przyjęto, że krytyczna wartość współczynnika zmienności wynosi $V^* = 0,1$). Za quasi-stałe i wyeliminowane ze zbioru zmiennych objaśniających zostały zmienne:

- dla firm małych: X1, X6, X7, X9, X10,
- dla firm średnich: X1, X4, X6, X7, X9, X10.

Kolejnym etapem doboru zmiennych do ostatecznej postaci modelu było zastosowanie metody regresji krokowej „wstecz”. W tabeli 3 przedstawiono współczynniki regresji liniowej między strukturą kapitału a statystycznie istotnymi zmiennymi objaśniającymi (przy

²⁰ B. Borkowski, H. Dudek, W. Szczesny: *Ekonometria. Wybrane zagadnienia*, PWN, Warszawa 2003.

$\alpha = 0,05$) oraz dodatkowe statystyki regresji, tj. standardowe wartości błędu dla współczynników oraz stałej, współczynnik determinacji (R^2), standardowy błąd oceny struktury kapitału oraz wartości testu t-Studenta. Ponadto w analizie wykorzystano współczynnik beta, który informuje o relatywnym znaczeniu zmiennych niezależnych w wyjaśnianiu zmiennych zależnych²¹.

Tabela 3

Współczynniki regresji liniowej między strukturą kapitału (Y)
a statystycznie istotnymi zmiennymi niezależnymi X_i

X_i	Przedsiębiorstwa małe				Przedsiębiorstwa średnie			
	współczyn- niki	błąd standardowy	β	test t-stu- denta	współczyn- niki	błąd standardowy	β	test t-stu- denta
X4	0,886	0,197	1,401	4,489	–	–	–	–
X5	–0,057	0,023	–0,774	–2,482	–0,008	0,003	–0,741	–2,861
X2	–	–	–	–	6,523	1,529	1,105	4,267
Stała	0,25	0,154	–	1,628	1,109	0,087	–	12,734
Współczynnik determinacji – R^2 (%)	77,9				72,3			
Standardowy błąd oceny zmiennej nie- zależnej (Y)	0,0668				0,0457			

Źródło: opracowanie własne.

Z danych przedstawionych w tabeli 3 wynikają następujące wnioski:

- przyjęte w modelach regresji zmienne niezależne wyjaśniły w wysokim stopniu zmienność struktury kapitału – w przedsiębiorstwach małych w 77,9, a w średnich w 72,3%,
- w modelu regresji struktury kapitału przedsiębiorstw małych statystycznie istotne okazały się zmienne niezależne X4 i X5, natomiast nieistotne okazały się X2, X3, X8, X11,
- w modelu regresji struktury kapitału przedsiębiorstw średnich statystycznie istotne okazały się zmienne niezależne X2 i X5, natomiast nieistotne okazały się X3, X8, X11,
- w przedsiębiorstwach małych wzrost płynności finansowej o 1 punkt procentowy przeciętnie przekładał się na wzrost relacji kapitału własnego do kapitału obcego o 0,886 punktu procentowego. Natomiast wzrost wielkości firmy mierzony wartoś-

²¹ A.S. Goldberger: *Econometric theory*, John Wiley and Sons, New York 1964.

cią przychodów ze sprzedaży o 1 mln zł przeciętnie przekładał się na spadek relacji kapitału własnego do kapitału obcego o 0,057,

- w przedsiębiorstwach średnich wzrost rentowności sprzedaży o 1 punkt procentowy przeciętnie przekładał się na wzrost relacji kapitału własnego do kapitału obcego o 6,523 punktu procentowego. Natomiast wzrost wielkości firmy mierzony wartością przychodów ze sprzedaży o 1 mln zł przeciętnie przekładał się na spadek relacji kapitału własnego do kapitału obcego o 0,008,
- z punktu widzenia miary β w małych przedsiębiorstwach, zasadnicze znaczenie ma płynność finansowa. W świetle β względny wpływ płynności finansowej na strukturę kapitału był około 2-krotnie silniejszy niż wpływ wielkości firmy,
- z punktu widzenia miary β w średnich przedsiębiorstwach, zasadnicze znaczenie ma rentowność sprzedaży. W świetle β względny wpływ rentowności sprzedaży na strukturę kapitału był około 1,5-krotnie silniejszy niż wpływ wielkości firmy.

Podsumowanie

Przedstawiona analiza i ocena struktury kapitału oraz identyfikacja czynników oddziałujących na tę strukturę w małych i średnich przedsiębiorstwach pozwala na sformułowanie następujących wniosków:

- w latach 2002–2011 przedsiębiorstwa małe w mniejszym stopniu niż przedsiębiorstwa średnie finansowały swoją działalność kapitałem własnym,
- poziom zadłużenia w analizowanych przedsiębiorstwach, zwłaszcza średnich, można określić jako niski, gdyż w zdecydowanej większości badanych lat nie przekraczał on 50%,
- w analizowanym okresie miała miejsce zmiana struktury kapitałowej w małych i średnich przedsiębiorstwach. W latach 2002–2007 – w strukturze źródeł finansowania wzrósł udział kapitałów własnych, a obniżył się udział kapitałów obcych. Natomiast w latach 2008–2011 – w strukturze źródeł finansowania wzrósł udział kapitałów obcych, a obniżył się udział kapitałów własnych,
- przedsiębiorstwa małe lepiej niż przedsiębiorstwa średnie wykorzystują kapitał obcy (osiągnęły wyższy wskaźnik dźwigni finansowej),
- trudno jest znaleźć związek między zmianami w proporcji udziału kapitału własnego i obcego w pasywach ogółem badanych firm a podejmowaniem działań mających na celu optymalizację struktury kapitału,
- spośród przyjętych do badań czynników, na strukturę kapitału małych przedsiębiorstw wpływała płynność finansowa oraz wielkość firmy, natomiast na strukturę kapitału średnich przedsiębiorstw wpływała rentowność sprzedaży i wielkość przedsiębiorstwa.

Literatura

- Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, red. M. Jerzemowska, PWE, Warszawa 2004.
- Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych za lata 2002–2011*, GUS, Warszawa.
- Borkowski B., Dudek H., Szczesny W.: *Ekonometria. Wybrane zagadnienia*, PWN, Warszawa 2003.
- Brealey R.A., Myers S.C.: *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill, New York 1995.
- Brigham E.F.: *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 2005.
- Downes J., Goodman J.E.: *Dictionary of Finance and Investment Terms*, Barron's Educational Series, Hauppauge 1991.
- Duliniec A.: *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2001.
- Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2011 r.*, GUS, Warszawa 2013.
- Gajdka J.: *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Goldberger A.S.: *Econometric theory*, John Wiley and Sons, New York 1964.
- Higgins R.C.: *Analysis for Financial Management*. Irwin, Homewood 1992.
- Ickiewicz J.: *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, SGH, Warszawa 2004.
- Iwin-Garzyńska J., Adamczyk A.: *Wybrane zagadnienia finansów przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2009.
- Jerzemowska M.: *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- Jędrzejczak-Gas J.: *Małe i średnie przedsiębiorstwa jako czynnik rozwoju współczesnych gospodarek*, [w:] *Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy. Uwarunkowania ekonomiczne*, Uniwersytet Rzeszowski, Rzeszów 2003.
- Kłósowska B., Tokarski A., Tokarski M., Chojnacka E.: *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- Łuczka T.: *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie. Wybrane aspekty mikro- i makroekonomiczne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Poznań.
- Łuczka T.: *Struktura kapitału w mikro- i małych przedsiębiorstwach*, „*Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*” 2006, numer specjalny.
- Masulis R.W.: *The Debt/Equity Choice*, Ballinger Publishing Company, Cambridge 1988.
- Modigliani M., Miller M.H.: *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, „*American Economic Review*” 1963, nr 53.
- Moyer R.Ch., McGuigan J.R., Kretlow W.J.: *Contemporary Financial Management*, West Publishing Company, St Paul 1992.
- Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2010–2011*, PARP, Warszawa 2012.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J.: *Corporate Finance*, Irwin, Chicago 1996.
- Skowronek-Mielczarek A.: *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, C.H.Beck, Warszawa 2003.

Skowronek-Mielczarek A.: *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*. C.H. Beck, Warszawa 2005.

Weston J.F., Copeland T.E.: *Managerial Finance*, Cassell 1992.

Wkład małych i średnich przedsiębiorstw w rozwój gospodarki polskiej, Polska Fundacja Promocji i Rozwoju Małych i Średnich Przedsiębiorstw, Warszawa 1997.

dr Janina Jędrzejczak-Gas
Uniwersytet Zielonogórski

Streszczenie

W artykule, na podstawie danych statystycznych GUS, przedstawiono analizę i ocenę struktury kapitału małych i średnich przedsiębiorstw, działających w polskiej gospodarce. Ponadto, przeprowadzono identyfikację czynników oddziałujących na tę strukturę. Zbiór przedsiębiorstw, będący przedmiotem analizy, to podmioty gospodarcze, prowadzące księgi rachunkowe lub podatkową księgę przychodów i rozchodów, w których liczba pracujących wynosi 10–49 osób (przedsiębiorstwa małe) oraz 50–249 osób (przedsiębiorstwa średnie). Badaniami objęto ostatnie 10 lat, tzn. lata 2002–2011.

CAPITAL STRUCTURE IN SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES

Summary

The paper presents an analysis and evaluation of the capital structure of small and medium-sized enterprises operating in the Polish economy, based on Central Statistical Office data. In addition, factors affecting this structure are identified. The analyzed companies are entities that keep accounting books or revenue and expense ledgers and employ 10–49 people (small businesses) or 50–249 (medium-sized enterprises). The study covers the last 10 years (2002–2011).

