

# Marlena Grabowska

---

## Rola kapitału własnego w finansowaniu mikro i małych przedsiębiorstw

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 51, 63-70

---

2010

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MARLENA GRABOWSKA

Politechnika Częstochowska

## ROLA KAPITAŁU WŁASNEGO W FINANSOWANIU MIKRO I MAŁYCH PRZEDSIĘBIORSTW

### Istota kapitału własnego przedsiębiorstwa

Kapitał własny przedsiębiorstwa jest jednym z najważniejszych źródeł finansowania tej podstawowej jednostki gospodarczej. Jest on złożoną kategorią finansową, a także najtrwalszą i najbardziej stabilną podstawą finansowania działalności. Determinując w zasadniczy sposób prowadzenie działalności gospodarczej, jest niezbędny nie tylko do powstania przedsiębiorstwa, lecz także do podejmowania, realizacji i kontrolowania wielu decyzji operacyjnych i rozwojowych. Głównych przyczyn zwiększania wartości kapitału własnego można upatrywać w dążeniu do stworzenia źródeł wydatniejszego rozwoju przez wzrost wiarygodności, a także w poszukiwaniu możliwości poprawy sytuacji finansowo-majątkowej.

Najbardziej popularną i upowszechnioną strukturę kapitału własnego przedsiębiorstwa regulują przepisy ustawy o rachunkowości<sup>1</sup>. Konieczność stasowania postanowień ustawy, a tym samym wyróżnienia w kapitale własnym poszczególnych jego składników uzależniona jest przede wszystkim od formy organizacyjno-prawnej podmiotu gospodarczego. W ogólnym ujęciu na kapitał własny składają się: kapitał zakładowy i kapitał zasobowy (por. rys. 1)<sup>2</sup>. W momencie zawiązania spółki kapitał zakładowy jest równy wartości zadeklarowanej przez

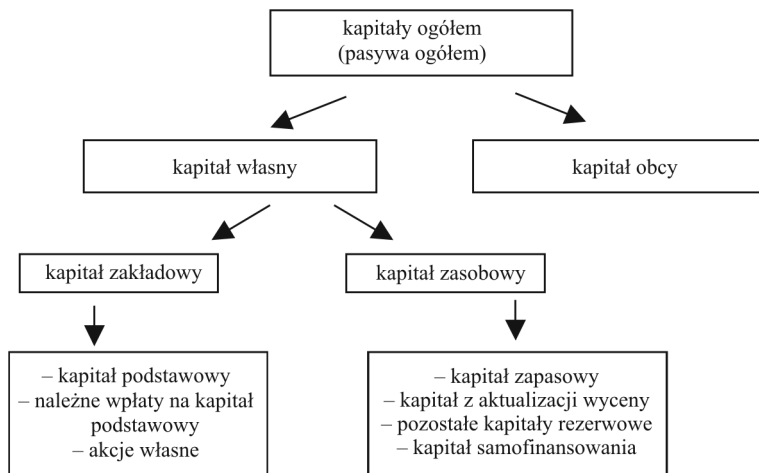
---

<sup>1</sup> Ustawa z dn. 29 września 1994 r. o rachunkowości, tekst ujednolicony 17 czerwca 2002 r., DzU 2002, nr 76, poz. 694.

<sup>2</sup> I. Otoła, M. Grabowska, *Initial Capital Function and Possibilities of Protecting them by Resources Capital. Evidence of Polish Joint-Stock Companies*, "International Research Journal of Finance and Economics", Issue 30 (2009), s. 191; J. Duraj, *Podstawy ekonomiki przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2000, s. 183; M. Gmytrasiewicz, A. Karmańska, I. Olchowicz, *Rachunkowość finansowa*, cz. 1, Difin, Warszawa 1996, s. 457.

właścicieli i uznanej za wystarczającą do rozpoczęcia działalności. Wielkość ta odpowiada kapitałowi założycielskiemu wniesionemu przez właścicieli. Wartość kapitału zakładowego może ulegać zmianie wskutek prowadzonej polityki kształtowania tej wielkości.

Kapitałem zasobowym przedsiębiorstwa można określić pozostałą, po wyłączeniu kapitału zakładowego, wartość kapitału własnego, będącą w głównej mierze rezultatem prowadzonej działalności gospodarczej, a także wynikiem formułowanych i realizowanych strategii kształtowania struktury kapitału danego podmiotu. Kapitał zasobowy stanowi zatem równowartość aktywów trwałych i obrotowych przynależnych właścicielom przedsiębiorstwa, ale niefinansowanych kapitałem zakładowym. Stopień dodatniego lub ujemnego wpływu kapitału zasobowego na wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa uzależniony jest od wartości poszczególnych składników kapitału zasobowego. Na szczególną uwagę zasługuje wpływ straty finansowej netto na wartość kapitału własnego.



Rys. 1. Rodzaje kapitału przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie Załącznika nr 1 do Ustawy z dn. 29 września 1994 r. o rachunkowości...

Kapitał zasobowy jest wyrazem zmiany wartości kapitału własnego zaistniałej w trakcie prowadzenia działalności gospodarczej. Jest on zatem kapitałowym odzwierciedleniem różnicy wartości majątku przedsiębiorstwa przynależnego właścicielom ponad wartość kapitału zakładowego. Mając na uwadze powyższe stwierdzenia, należy wskazać na procesy kształtujące wielkość kapitału zasobo-

wego. Procesy te – w ogólnym ujęciu – można określić mianem gospodarki kapitałem zasobowym przedsiębiorstwa, rozumianej jako pozyskiwanie, gromadzenie oraz wykorzystywanie tego źródła finansowania zgodnie z obowiązującymi uregulowaniami prawnymi i formułowanymi oraz realizowanymi strategiami kształtowania struktury kapitału danej jednostki.

### Wybrane formy własnych źródeł finansowania

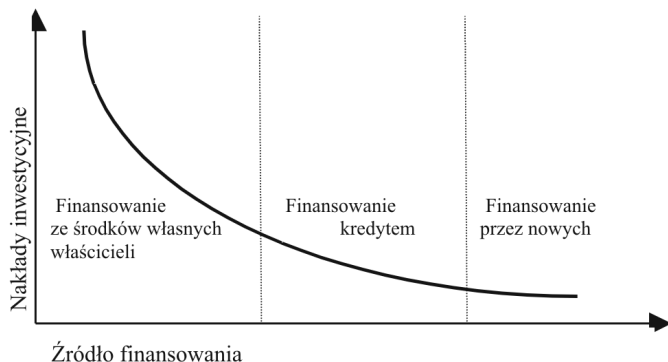
Mając na uwadze kryterium umiejscowienia własnych źródeł, można wyróżnić dwie zasadnicze możliwości finansowania prowadzonej działalności: wewnętrzne źródła finansowania i zewnętrzne źródła finansowania. Fundusze wewnętrzne obejmują głównie zatrzymaną w przedsiębiorstwie część zysku netto, wpływy z tytułu zmniejszenia stanu aktywów przedsiębiorstwa oraz wartość dokonywanych odpisów amortyzacyjnych. Do zasadniczych składników finansowania zewnętrznego można natomiast zaliczyć kapitał wpłacany przez właścicieli czy też szczególne formy finansowania, tj. fundusze venture capital.

Należy jednak podkreślić, iż zgodnie z upowszechnianą w literaturze przedmiotu teorią hierarchii (*pecking order theory*) przedsiębiorstwa preferują wewnętrzne źródła finansowania<sup>3</sup>. Jeżeli te źródła nie są wystarczające, to w pierwszej kolejności ma miejsce finansowanie długiem (kredyt lub emisja obligacji), a dopiero po wyczerpaniu się tych możliwości pozyskania kapitału podmioty decydują się na emisję nowych akcji (por. rys. 2)

Przyczyny takiej preferencji wewnętrznych źródeł finansowania należy upatrywać przede wszystkim w chęci zachowania przez przedsiębiorstwa ciągłości prowadzonej polityki gospodarczej. W wyniku procesów finansowania wewnętrznego nie wstępują do przedsiębiorstwa żadni dodatkowi właściciele, a tym samym następuje uniezależnienie przedsiębiorstwa od nowych kapitałodawców. Należy również podkreślić, iż finansowanie wewnętrzne jest dla wielu przedsiębiorstw jedyną formą pozyskiwania środków na prowadzenie i rozwijanie działalności. Ma to miejsce w przypadku, gdy dany podmiot nie dysponuje wystarczającymi możliwościami uzyskania zewnętrznego wsparcia finansowego. Wyróżnione czynniki mają zatem istotne znaczenie z punktu widzenia stabilności wzrostu i rozwoju przedsiębiorstwa.

---

<sup>3</sup> S.C. Myers, N. Majluf, *Corporate Financing and Investment when Firms Have Information that Investors do not Have*, "Journal of Financial Economics" 1984, No. 12.



Rys. 2. Zależność między źródłem finansowania a wartością nakładów inwestycyjnych

Źródło: A. Bielawska, *Polityka podziału zysku i aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw*, w: *Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec wyzwań współczesności*, t. II, red. K. Znaniecka, Wyd. AE w Katowicach, Katowice 2002, s. 36.

Należy podkreślić, iż odpisy amortyzacyjne wraz z pozostawionym w przedsiębiorstwie zyskiem netto roku obrotowego należą do najważniejszych zmiennych kształtujących wewnętrzne źródła finansowania działalności przedsiębiorstwa. Wysokość sumy wartości zatrzymanego w przedsiębiorstwie zysku netto i odpisów amortyzacyjnych świadczy o możliwościach danego przedsiębiorstwa w zakresie samowystarczalności finansowania prowadzonej działalności.

Pozyskiwanie środków na finansowanie działalności przedsiębiorstwa jest kategorią znacznie szerszą od zdobywania kapitału. Jedyne zysk przedsiębiorstwa po opodatkowaniu i wypłacie dywidend dla akcjonariuszy stanowi wewnętrzne źródło kapitału własnego<sup>4</sup>. Niemniej pozostałe składniki finansowania wewnętrznego mają wpływ na poziom wyniku finansowego, odpowiednio zwiększając lub zmniejszając jego wartość. Dla przykładu można wymienić zyski lub straty ze sprzedaży zbędnych składników aktywów trwałych należące odpowiednio do pozostałych przychodów lub kosztów operacyjnych, a także odpisy amortyzacyjne stanowiące koszt uzyskania przychodów.

J. Duraj zauważa, że kapitałami samofinansowania są kapitały pochodzące z gromadzenia zysku na cele rozwojowe<sup>5</sup>. Wynik finansowy pozostawiony w przedsiębiorstwie można określić zatem wewnętrznym zasilaniem kapitału własnego. W przypadku straty ma to wydźwięk pejoratywny i jest to także ko-

<sup>4</sup> A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2001, 35.

<sup>5</sup> J. Duraj, *op.cit.*, s. 202.

rekta aktualnego poziomu kapitału własnego<sup>6</sup>. Kapitał samofinansowania, jako jedyny wśród składników kapitału zasobowego, może mieć wartość dodatnią lub ujemną. Uzależnione to jest od wartości osiągniętego wyniku finansowego netto. Podstawowy składnik kapitału samofinansowania – wynik finansowy – determinowany jest przede wszystkim przez operacje należące do szeroko rozumianego zarządzania produkcją i sprzedażą, obejmujące działania o charakterze zarówno strategicznym, jak i operacyjno-taktycznym, a także przez procesy związane z zarządzaniem obcymi źródłami finansowania oraz oparte na zarządzaniu aktywami obrotowymi.

Przedsiębiorstwa napotykające problemy z tworzeniem kapitału własnego ze środków wewnętrznych mają możliwość pozyskania dodatkowych funduszy z zewnątrz. Jednym z takich sposobów jest pozyskanie środków z *Private Equity* (PE). Fundusze tego typu są przeznaczane na rozwój nowych produktów i technologii, zwiększanie poziomu kapitału pracującego lub też wzmocnianie struktury bilansu. W zakres inwestycji PE wchodzi zarówno inwestycje *venture capital*, jak i inwestycje realizowane przez inwestorów prywatnych określanymi mianem aniołów biznesu<sup>7</sup>. Idea funkcjonowania tych funduszy jest szczególnie istotna dla podmiotów rozwijających się oraz wdrażających innowacje, mających nowe pomysły na produkty lub dystrybucję określonych towarów<sup>8</sup>.

Istota działania funduszy PE polega w głównej mierze na udostępnieniu przedsiębiorstwu środków finansowych mających formę kapitału własnego bez wymogu powszechnie stosowanych form zabezpieczeń oraz oprocentowania. Przedsiębiorstwo otrzymuje ponadto od funduszy PE pomoc w procesach zarządzania. Udziałowcy dążą jednak do uzyskania wysokich zysków z zainwestowanych środków, odzwierciedlających się przede wszystkim w zyskach kapitałowych związanych ze wzrostem wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Cechą charakterystyczną funduszy PE jest przyjęcie na siebie części ryzyka niepowodzenia przedsięwzięcia, oczekując w zamian za wyższe niż przeciętne potencjalne zyski. Pozyskiwanie kapitału na przedsięwzięcia rozwojowe z funduszy PE wiąże się z koniecznością podzielenia się własnością. Inwestor włącza się w zarządzanie przedsiębiorstwem będącym przedmiotem inwestycji, wskutek czego przedsiębiorstwo korzystające ze wsparcia częściowo traci niezależność.

---

<sup>6</sup> M. Gmytrasiewicz, A. Karmańska, *Rachunkowość finansowa*, Difin, Warszawa 2004, s. 53.

<sup>7</sup> *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa*, red. M. Panfil, Difin, Warszawa 2008, s. 83.

<sup>8</sup> A. Skowronek-Mielczarek, *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, CH. Beck, Warszawa 2007, 52.

### Empiryczna analiza możliwości finansowania mikro i małych przedsiębiorstw kapitałem własnym

Badania empiryczne przeprowadzono na grupie podmiotów gospodarczych zaliczanych do sektora mikro i małych przedsiębiorstw<sup>9</sup>. Analiza dotyczyła ustalenia udziału kapitału własnego w finansowaniu tych podmiotów (por. tab. 1), a także wyznaczenia potencjału samofinansowania działalności z wygospodarowanego wyniku finansowego (tab. 2).

Tabela 1. Udział kapitału własnego w finansowaniu mikro i małych przedsiębiorstw (%)

Przedsiębiorstwa	Lata				
	2007 I połowa	2007 II połowa	2008 I połowa	2008 II połowa	2009 I połowa
Mikro	79	73	75	71	75
Małe	39	52	46	49	42

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Trendy rozwojowe sektora MSP w ocenie przedsiębiorców*, Nr 1/2007, 2/2007, 1/2008, 2/2008, 1/2009, Ministerstwo Gospodarki ([www.mg.gov.pl](http://www.mg.gov.pl)).

Przeprowadzone badania wskazują, iż kapitał własny to zasadnicze źródło finansowania majątku mikro podmiotów. W całym badanym okresie kapitał ten stanowił co najmniej 70% wartości kapitału tych przedsiębiorstw. Relacje te nie potwierdziły się wśród małych przedsiębiorstw. Podmioty te finansowały swoje aktywa głównie z kapitałów obcych, a własne źródła stanowiły znaczącą, ale nie przeważającą część kapitałów. Można zatem wnioskować, iż wciąż popularnym źródłem finansowania działalności przez polskie przedsiębiorstwa są kapitały własne. Wynika to przede wszystkim z niechęci podmiotów z sektora MSP do ryzyka, jakie wiąże się z korzystaniem ze środków obcych. Dotyczy to nie tylko kosztów pozyskania kredytów (odsetki, prowizje, koszt zabezpieczenia), ale również ryzyka uzależnienia się od podmiotu, który udziela finansowania. Niemniej rola kapitału zewnętrznego systematycznie rośnie. Przykładem jest tendencja wśród małych przedsiębiorstw.

<sup>9</sup> Klasyfikacja podmiotów zgodna z art. 104 i 105 Ustawy z dn. 2.07.2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej, DzU nr 173, poz. 1807.

Tabela 2. Udział kosztów w przychodach mikro i małych przedsiębiorstw (%)

Przedsiębiorstwa	Lata			
	2005	2006	2007	2008
Mikro	88,4	88,9	87,1	86,1
Małe	95,5	95,0	93,8	94,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Działalność gospodarcza przedsiębiorstw o liczbie pracujących do 9 osób w latach 2005–2008*, GUS (www.stat.gov.pl) *Przedsiębiorczość w Polsce*, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2009 (www.mg.gov.pl).

Ocena możliwości samofinansowania działalności mikro i małych przedsiębiorstw wskazuje, iż w całym sektorze działalność cechowała się rentownością. Wartość poniesionych kosztów nie przekroczyła wartości przychodów, tym samym istniała możliwość samofinansowania prowadzonej działalności z wygenerowanego dodatniego wyniku finansowego. Zyskowność prowadzonej działalności była większa o około 7% w sektorze przedsiębiorstw makro. W podmiotach tych koszty prowadzonej działalności nie przekroczyły 89% wartości przychodów. Wśród małych przedsiębiorstw zyskowność kształtowała się na poziomie zbliżonym do 5%.

Analiza alternatywnej formy wspierania własnych źródeł finansowania przez fundusze *Private Equity* pozwala zauważyć, iż możliwość ta rozwija się w Polsce intensywnie. Według danych Krajowego Funduszu Kapitałowego (KFK)<sup>10</sup>, inwestycje branży PE w Polsce wyniosły blisko 800 mln euro, co stanowi ponad 50% wzrost w porównaniu z 2006 rokiem. Niemniej tylko 0,5% wszystkich inwestycji dotyczyło fazy wczesnych etapów rozwoju, czyli zasiewu (konkretyzacji pomysłu biznesowego) i startu (założenia przedsiębiorstwa lub stworzenia produktu/usługi gotowego do wprowadzenia na rynek). Przeważająca część tych środków była natomiast przeznaczana na wykupy i refinanso-

<sup>10</sup> KFK został utworzony 1.07.2005 na podstawie Ustawy o Krajowym Funduszu Kapitałowym, jego jedynym akcjonariuszem jest Bank Gospodarstwa Krajowego. KFK funkcjonuje jako fundusz funduszy PE/VC, którego istotą działania jest inwestowanie w fundusze PE/VC. Może się to odbywać na drodze zasilenia kapitałów własnych funduszy lub udzielenia długoterminowego finansowania dłużnego. KFK nie inwestuje bezpośrednio w konkretne przedsiębiorstwa. Inwestycje w fundusze PE/VC są realizowane z uwzględnieniem preferencji dla inwestorów prywatnych. Środki przeznaczone na statutową działalność KFK pochodzą z budżetu państwa, funduszy strukturalnych Unii Europejskiej oraz z innych źródeł, np. od instytucji zagranicznych. Źródło: www.kfk.org.pl.



wanie inwestycji. Podkreślenia wymaga tendencja wzrostowa inwestycji KFK prowadząca do ograniczenia tzw. luki kapitałowej poprzez wspieranie finansowe funduszy kapitałowych (*Private Equity*) inwestujących w rozwojowe oraz innowacyjne małe i średnie przedsiębiorstwa.

## **ROLE OF EQUITY IN FINANCING OF MICRO AND SMALL BUSINESSES**

### **Summary**

Fundamental aim of this study was to analyse the role of equity in financing of micro- and small businesses. The essence of equity was described as a most permanent and stable base for financing of operation. The types of equity in companies were highlighted and the characteristics of selected forms of internal sources of finance was presented. In empirical part, analysis of contribution of equity to financing of micro and small businesses was made, combined with determination of the potential of self-financing of activities from the generated financial result.

*Translated by Marlena Grabowska*