Piotr Figura[*]

STRUKTURA ŹRÓDEŁ FINANSOWANIA PONADPRZECIĘTNIE RENTOWNYCH PRZEDSIĘBIORSTW Z SEKTORA MSP

Wprowadzenie

Sukces rynkowy przedsiębiorstwa w dużym stopniu zdeterminowany jest przez właściwy dobór źródeł finansowania prowadzonej działalności gospodarczej. Ze względu na kryterium prawa własności do kapitału wyróżnia się w pasywach przedsiębiorstwa kapitał własny oraz obcy. Z kolei biorąc pod uwagę kryterium czasu dostępności, istotny staje się podział kapitałów obcych na te, które mają charakter krótko- i długoterminowy[1]. Literatura przedmiotu bogata jest w teorie wyjaśniające, w jaki sposób powinna być kształtowana struktura źródeł finansowania przedsiębiorstwa. Do najważniejszych z nich można zaliczyć:

- teorię nieistotności struktury kapitałowej - średni koszt kapitału jest niezależny od struktury finansowania przedsiębiorstwa. Jest on zawsze równy kosztowi pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwo w całości finansowane z kapitału własnego[2];
- teorię podatkową - wraz ze wzrostem zadłużenia przedsiębiorstwa rośnie ryzyko finansowe, zwiększające koszt jego kapitału własnego. Jednocześnie spada udział kapitału własnego w całości źródeł finansowania, a rośnie w nich udział tańszego kapitału obcego. W efekcie średni koszt kapitału przedsiębiorstwa obniża się, gdyż korzyści wynikające ze wzrostu udziału tańszego źródła finansowania w postaci kapitału obcego przewyższają koszty związane ze wzrostem ryzyka finansowego[3];
- teorię uwzględniającą koszty bankructwa - wzrost zadłużenia przedsiębiorstwa zwiększa jego ryzyko finansowe i prowadzi do wzrostu kosztu kapitału całego przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwa o niskim udziale kapitałów

[*] *Politechnika Gdańska, Wydział Zarządzania i Ekonomii.*

[1] A. Jaruga, L. Kopczyńska, *Rachunkowość i podatki*, (w:) *Ekonomika i zarządzanie małą firmą*, red. B. Piasecki, PWN, Warszawa-Łódź 2001, s. 366-370.

[2] F. Modigliani, M. H. Miller, *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*, „American Economic Review", No 3 /1958, s. 268-269.

[3] J. R. Graham, M. L. Lemmon, J. S. Schallheim, *Debt, leases, taxes and the endogeneity of corporate tax status*, „Journal of finance", No 1/1998, s. 131.

obcych w całości źródeł finansowania powinny zwiększać swoje zadłużenie do momentu, gdy wynikające z tego zwiększenia korzyści podatkowe zrównają się z oczekiwanymi kosztami bankructwa[4];

- teorię uwzględniającą koszty agencji - wzrost zadłużenia przedsiębiorstwa prowadzi do zmniejszenia kosztów agencji wynikających z konfliktu pomiędzy właścicielami a zarządzającymi przedsiębiorstwem, ale jednocześnie zwiększa koszty agencji wynikające z konfliktu pomiędzy zarządzającymi a wierzycielami[5];
- teorię hierarchii źródeł finansowania - przedsiębiorstwa wybierają źródła finansowania w następującej kolejności: wewnętrzne źródła finansowania (zysk zatrzymany, środki własne), zewnętrzne obce źródła finansowania (emisja obligacji, zaciągnięcie kredytu czy pożyczki) i ostatecznie zewnętrzny kapitał własny (emisja akcji bądź udziałów)[6];
- teorię fazy cyklu życia przedsiębiorstwa - w każdej fazie rozwoju przedsiębiorstwo wykorzystuje odmienną strukturę finansowania swojego majątku. Przedsiębiorstwa w początkowej i schyłkowej fazie swojego rozwoju finansują swoją działalność głównie z kapitału własnego. Z kolei w fazie wzrostu i dojrzałości, kapitał własny subsydiowany jest w znacznym stopniu kapitałem obcym[7];
- teorię opartą na zarządzaniu strategicznym - struktura finansowania przedsiębiorstwa determinowana jest głównie przez: cechy właściciela, charakter przedsiębiorstwa oraz cechy rynku, na którym działa przedsiębiorstwo[8].

Analiza struktury kapitałowej przedsiębiorstwa jest częścią wstępnej analizy bilansu i jedną z najbardziej podstawowych i popularnych analiz finansowych. Podczas badania prawidłowości struktury kapitałowej przedsiębiorstwa kluczowe znaczenie odgrywa analiza wskaźników zaprezentowanych w tablicy 1.

Wyciągnięcie prawidłowych wniosków, odnośnie do prawidłowości wykorzystywanej przez przedsiębiorstwo struktury kapitałowej, wymaga porównania obliczonych wartości wskaźników struktury źródeł finansowania z właściwą bazą odniesienia. Odnalezienie takowej w literaturze przedmiotu, w szczególności dla przedsiębiorstw z sektora MSP, jest bardzo trudne.

---

[4] S. C. Myers, *The capital structure puzzle*, „Journal of Finance", No 3/1984, s. 580-581.

[5] J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 223.

[6] F. Cai, A. Ghosh, *Tests of capital structure theory: a binomial approach*, „Journal of Business & Economic Studies", No 2/2003, s. 20.

[7] R. E. Quinn, K. Cameron, *Organizational Life Cycle and Shifting Criteria of Effectiveness: Some Preliminary Evidence*, „Management Science", No 1/1983, s. 33-51.

[8] S. L. Barton, P. G. Gordon, *Corporate Strategy and Capital Structure*, „Strategic Management Journal", November-December/1998, s. 623-632.

MOST WIEDZY Pobrano z mostwiedzy.pl

Tablica 1. **Wskaźniki struktury źródeł finansowania**

Nazwa wskaźnika	Licznik wskaźnika	Mianownik wskaźnika
Wyposażenie przedsiębiorstwa w kapitał własny	Kapitał własny	Pasywa ogółem
Obciążenie przedsiębiorstwa zobowiązaniami długoterminowymi	Zobowiązania długo-terminowe	Pasywa ogółem
Obciążenie przedsiębiorstwa zobowiązaniami krótkoterminowymi	Zobowiązania krótko-terminowe	Pasywa ogółem
Obciążenie przedsiębiorstwa zobowiązaniami wobec dostawców	Zobowiązania wobec dostawców	Pasywa ogółem

Źródło: opracowanie własne na podstawie: F. Bławat, *Analiza ekonomiczna,* Wydawnictwo Politechniki Gdańskiej, Gdańsk 2001, s. 63.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie w przekroju sektorowym kształtowania się struktury finansowania przez uzyskujące ponadprzeciętnie wysoką rentowność aktywów przedsiębiorstwa z sektora MSP. Zdaniem autora, wartości wskaźników struktury pasywów kreowane przez charakteryzujące się ponadprzeciętnie wysoką rentownością mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa, stanowią najlepszą bazę odniesienia dla pozostałych firm z sektora MSP. W trakcie przeprowadzonych badań uwzględniono 109 174 sprawozdań finansowych przedsiębiorstw prowadzących działalność gospodarczą w 27 różnych działach gospodarki narodowej. Sektorowe zróżnicowanie wartości wskaźników struktury źródeł finansowania zostało potwierdzone przy użyciu testu nieparametrycznego Kruskala-Wallisa. Wyniki niniejszych badań powinny wzbogacić literaturę przedmiotu oraz ułatwić przeprowadzanie analizy struktury źródeł finansowania przedsiębiorstw z sektora MSP.

1. Charakterystyka i przebieg badań

Celem badań było przedstawienie zróżnicowania w sposobie kształtowania wartości wskaźników struktury źródeł finansowania pomiędzy przedsiębiorstwami z sektora MSP, należącymi do różnych działów gospodarki narodowej, oraz dostarczenie bazy odniesienia, która mogłaby być wykorzystana podczas analizy struktury kapitałowej tychże przedsiębiorstw. Próbę badawczą stanowiły mikro, małe oraz średnie przedsiębiorstwa[9], generujące dodatnią wartość wyniku finansowego. W badaniu zostały uwzględnione MSP z działów gospodarki[10],

[9] Ze względu na możliwości pozyskiwania raportów z bazy danych „Tegiel", próbę badawczą utworzyły przedsiębiorstwa, które jednocześnie spełniały następujące warunki: zatrudnienie mniejsze niż 250 pracowników, obrót nieprzekraczający równowartości 50 milionów euro oraz suma bilansowa niższa od równowartości kwoty 43 milionów euro.

[10] Przedsiębiorstwa do działów gospodarki zostały przypisane zgodnie z Polską Klasyfikacją Działalności, której podstawę prawną stanowi Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 24.12. 2007 w sprawie Polskiej Klasyfikacji Działalności.

MOST WIEDZY Pobrano z mostwiedzy.pl

dla których łączna liczebność sprawozdań finansowych z lat 2007-2011, spełniających powyższe warunki, przekraczała 1000 w bazie danych „Tegiel". Przy tak sprecyzowanych warunkach, próbę badawczą utworzyły MSP z działów gospodarki wyszczególnionych w tablicy 2.

Tablica 2. **Struktura liczebności wykorzystanych w badaniu sprawozdań finansowych**

PKD	Łączna liczba sprawozdań	PKD	Łączna liczba sprawozdań	PKD	Łączna liczba sprawozdań
1	3122	35	1245	52	1606
10	4247	38	1243	58	1337
16	1148	41	7219	62	2457
20	1175	42	3058	68	7327
22	2662	43	3841	69	2265
23	1692	45	3654	70	2336
25	4379	46	29287	71	2827
28	2194	47	10121	73	1628
33	1783	49	2729	86	2592

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów wygenerowanych z bazy danych „Tegiel".

Badanie przebiegało zgodnie z następującym schematem. Przedsiębiorstwa wewnątrz działów gospodarki zostały podzielone na dwie grupy według kryterium przeciętnej rentowności aktywów, wyznaczonej zgodnie z następującym wzorem:

$$RA_j = \frac{\sum_{i=1}^{n_j} \frac{ZN_{ij}}{AO_{ij}}}{n_j}$$

gdzie:

RA_j – średnia rentowność aktywów spółek należących do j-tego działu gospodarki,

ZN_{ij} – zysk netto i-tej spółki z j-tego działu gospodarki,

AO_{ij} – wartość aktywów ogółem i-tej spółki z j-tego działu gospodarki,

n_j – liczba badanych spółek w j-tym dziale gospodarki w danym roku.

W dalszej części badań zostały użyte sprawozdania finansowe tylko tych przedsiębiorstw, które charakteryzowały się w danym roku ponadprzeciętną rentownością aktywów. Zawężenie próby badawczej wynikało z faktu, iż – zdaniem autora – wartości wskaźników finansowych, kreowane przez uzyskujące ponadprzeciętnie wysoką rentowność aktywów mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa, stanowią najlepszy wzorzec dla pozostałych firm z sektora

MOST WIEDZY Pobrano z mostwiedzy.pl

MSP, i z tego względu mogą zostać wykorzystane do stworzenia dla nich właściwej bazy odniesienia.

Aby na uzyskane wyniki nie wpływały przypadkowe, skrajne wartości poszczególnych wskaźników finansowych, przeprowadzono dalszą selekcję jednostek gospodarczych. Polegała ona na odrzuceniu tych podmiotów, w przypadku których wartość badanego wskaźnika mieściła się w 10% najwyższych i najniższych wartości spośród całej zbiorowości.

W kolejnym etapie badań połączono w grupy przedsiębiorstwa z działów gospodarki, w przypadku których uzyskane rozkłady wartości poszczególnych wskaźników finansowych były zbliżone, ale różniły się statystycznie istotnie od tych, występujących w pozostałych wydzielonych grupach. Uzyskane wyniki przeprowadzonych testów normalności sugerowały, że w tym celu należało posłużyć się testami nieparametrycznymi. W pierwszej kolejności weryfikowana była hipoteza o równości median wskaźników, wyznaczonych dla przedsiębiorstw z poszczególnych działów gospodarki z wykorzystaniem testu ANOVA rang Kruskala-Wallisa. Następnie przeprowadzono testy wielokrotnego porównania średnich rang. W grupy łączone były przedsiębiorstwa z działów gospodarki, w przypadku których przeprowadzone testy nie potwierdziły występowania statystycznie istotnych różnic pomiędzy ich rozkładami wartości, pozwalając tym samym traktować je jako należące do tej samej populacji, a jednocześnie testy przeprowadzone pomiędzy nimi i przedsiębiorstwami zaklasyfikowanymi do pozostałych grup, wskazywały na występowanie istotnych pod względem statystycznym różnic pomiędzy ich rozkładami wartości.

Ostatnim etapem badań było wyznaczenie przedziałów, stanowiących autorską propozycję bazy odniesienia dla wskaźników struktury źródeł finansowania w przypadku firm z sektora MSP. Zostały one wyznaczone jako przedziały mieszczące w sobie 50% środkowych wartości danego wskaźnika finansowego (wartości powyżej I, a poniżej III kwartyla), spośród wszystkich wartości obliczonych dla przedsiębiorstw przypisanych do danej grupy w poprzednim kroku procedury badawczej.

2. Wyniki badań

Jako pierwsze zostały zaprezentowane wyniki badań dotyczące wskaźnika wyposażenia przedsiębiorstwa w kapitał własny. Przeprowadzone dla tego wskaźnika badania statystyczne doprowadziły do wyodrębnienia siedmiu grup skupiających w sobie przedsiębiorstwa z działów gospodarki, pomiędzy którymi występowały statystycznie istotne różnice dotyczące wartości, wokół których skupiały się uzyskane w trakcie badań wyniki. W najmniejszym stopniu kapitał własny był wykorzystywany do finansowania prowadzonej działalności przez firmy z sektora MSP świadczące usługi w zakresie transportu lądowego oraz rurociągowego (dział 49). W przypadku tych przedsiębiorstw kapi-

MOST WIEDZY Pobrano z mostwiedzy.pl

tał własny stanowił przeciętnie 52,4% całości ich źródeł finansowania. Z kolei, najwyższy odsetek pasywów ogółem, kapitał własny stanowił wśród ponadprzeciętnie rentownych MSP prowadzących działalność rolniczą (dział 1), związaną z zarządzaniem (dział 70) oraz polegającą na świadczeniu usług zdrowotnych (dział 86). W przypadku blisko połowy z nich udział kapitału własnego w całości źródeł finansowania przekraczał trzy czwarte. Wyniki przeprowadzonych badań jednoznacznie wskazują, że dominującym źródłem finansowania prowadzonej działalności przez firmy z sektora MSP jest kapitał własny. Wśród ponad połowy przedsiębiorstw zakwalifikowanych do grup od 1 do 4 oraz w przypadku ponad 75% MSP z grup od 5 do 7 jego udział w pasywach całkowitych przekracza 50%. Bardziej szczegółowe wyniki badań zostały zestawione w tablicy 3.

Tablica 3. **Parametry rozkładu oraz propozycja przedziału stanowiącego bazę odniesienia dla wskaźnika wyposażenia przedsiębiorstwa w kapitał własny [%]**

grupa	PKD	średnia	mediana	odchylenie standardowe	propozycja bazy odniesienia
1	49	52,40	53,40	20,34 p.p.	35,2 – 69,7
2	45; 47	56,18	56,50	18,68 p.p.	41,2 – 71,9
3	41	57,79	57,52	17,39 p.p.	44,4 – 72,4
4	42; 43; 46; 52; 73	59,51	60,27	17,41 p.p.	45,5 – 74,3
5	10; 16; 20; 22; 25; 28; 35; 58	63,53	65,11	16,41 p.p.	50,6 – 77,5
6	23; 33; 38; 62; 68; 69; 71	67,49	69,70	17,27 p.p.	55,0 – 81,9
7	1; 70; 86	72,13	74,54	15,09 p.p.	61,6 – 84,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów wygenerowanych z bazy danych „Tegiel".

Jako następne zostały zaprezentowane wyniki uzyskane podczas analizy wskaźnika obciążenia przedsiębiorstwa zobowiązaniami długoterminowymi. Przeprowadzone testy statystyczne doprowadziły ostatecznie do wydzielenia ośmiu grup przedsiębiorstw. Pomiędzy rozkładami wartości tego wskaźnika, obliczonymi dla przedsiębiorstw z działów gospodarki przypisanych do jednej grupy, nie występowały statystycznie istotne różnice. Statystycznie istotne różnice występowały za to pomiędzy rozkładami wartości ustalonymi dla tych przedsiębiorstw a rozkładami wartości przedsiębiorstw z działów gospodarki, które zostały przypisane do którejkolwiek z innych grup. Zobowiązania długoterminowe jako źródło finansowania majątku w najmniejszym stopniu było wykorzystywane przez ponadprzeciętnie rentowne MSP prowadzące działalność prawniczą i rachunkowo-księgową (dział 69), doradczą związaną z zarządzaniem (dział 70) oraz w zakresie architektury i inżynierii (dział 71). Spośród wszystkich przebadanych przedsiębiorstw najwyższy odsetek ich pasywów stanowiły zobowiązania długoterminowe w przypadku MSP prowadzą-

MOST WIEDZY Pobrano z mostwiedzy.pl

cych działalność rolniczą i hodowlaną (dział 1). Przeciętnie ponad 9% wszystkich źródeł finansowania tych podmiotów gospodarczych tworzyły zobowiązania długoterminowe. Przeprowadzone badania dowodzą, że długoterminowe kapitały obce były najmniej popularnym źródłem finansowania prowadzonej działalności gospodarczej wśród stanowiących próbę badawczą przedsiębiorstw z sektora MSP. Ponad połowa MSP, przypisanych do grup od 1 do 4, w ogóle nie wykorzystywała zobowiązań długoterminowych do finansowania swoich aktywów. Uzyskane wyniki badań można próbować tłumaczyć występowaniem istotnych barier w dostępie do długoterminowych kapitałów obcych w przypadku firm z sektora MSP oraz celowym unikaniem przez ich właścicieli negatywnych konsekwencji wykorzystania długoterminowego kapitału obcego – ograniczenia ich samodzielności, uzależnienia od dawcy kapitału czy też wzrostu ryzyka finansowego. Kompletne wyniki badań, wraz z propozycją przedziałów mogących stanowić bazę odniesienia podczas analizy wskaźnika obciążenia przedsiębiorstwa zobowiązaniami długoterminowymi, zawiera tablica 4.

Tablica 4. **Parametry rozkładu oraz propozycja przedziału stanowiącego bazę odniesienia dla wskaźnika obciążenia przedsiębiorstwa zobowiązaniami długoterminowymi [%]**

grupa	PKD	średnia	mediana	odchylenie standardowe	propozycja bazy odniesienia
1	69; 70; 71	0,69	0,00	1,90 p.p.	0,0 – 0,01
2	43; 46; 47; 52; 58; 62; 73; 86	1,26	0,00	2,59 p.p.	0,0 – 1,0
3	33; 41	1,76	0,00	3,20 p.p.	0,0 – 2,2
4	45; 49	3,01	0,00	5,36 p.p.	0,0 – 3,8
5	10; 16; 20; 22; 23; 25; 28; 42; 68	3,50	0,42	5,93 p.p.	0,0 – 4,9
6	38	4,20	2,09	4,98 p.p.	0,0 – 7,1
7	35	6,13	4,20	6,58 p.p.	0,4 – 10,3
8	1	9,26	6,57	9,48 p.p.	0,2 – 15,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów wygenerowanych z bazy danych „Tegiel".

Następnie procedurze badawczej został poddany wskaźnik obciążenia przedsiębiorstwa zobowiązaniami krótkoterminowymi. Przeprowadzone testy statystyczne dowiodły, że przynależność MSP do działów gospodarki narodowej miała istotne znaczenie dla kształtowanych przez nie wartości omawianego wskaźnika finansowego. Spośród firm tworzących próbę badawczą, najniższym (średnio na poziomie 15,23%) udziałem zobowiązań krótkoterminowych w pasywach, cechowały się przedsiębiorstwa prowadzące działalność rolniczą oraz hodowlaną zwierząt (dział 1). Zobowiązania krótkoterminowe do finansowania majątku przedsiębiorstwa, w największym stopniu, były wykorzystywane przez firmy handlowe (dział 45 i 47) oraz świadczące usługi transportowe (dział 49). Przeciętnie blisko 40% całości ich źródeł finansowania stanowiły

MOST WIEDZY Pobrano z mostwiedzy.pl

właśnie zobowiązania krótkoterminowe. Wyniki dotyczące wszystkich przebadanych przedsiębiorstw zostały zaprezentowane w tablicy 5.

Tablica 5. **Parametry rozkładu oraz propozycja przedziału stanowiącego bazę odniesienia dla wskaźnika obciążenia przedsiębiorstwa zobowiązaniami krótkoterminowymi [%]**

grupa	PKD	średnia	mediana	odchylenie standardowe	propozycja bazy odniesienia
1	1	15,23	13,30	9,40 p.p.	7,3 – 20,7
2	68	21,28	16,40	16,36 p.p.	7,4 – 31,7
3	70; 86	22,88	20,00	13,02 p.p.	12,3 – 31,0
4	23; 38	25,96	24,06	12,57 p.p.	15,6 – 34,8
5	10; 20; 33; 35; 58; 69; 71	29,23	27,03	14,55 p.p.	17,1 – 39,9
6	16; 22; 25; 28; 62	30,89	29,10	14,03 p.p.	19,3 – 41,4
7	41; 42; 43; 46; 52; 73	36,90	35,74	16,73 p.p.	22,8 – 49,9
8	45; 47; 49	39,65	38,90	17,89 p.p.	24,4 – 53,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów wygenerowanych z bazy danych „Tegiel".

Jako ostatni procedurze badawczej został poddany wskaźnik obciążenia przedsiębiorstwa zobowiązaniami wobec dostawców. Przeprowadzone testy statystyczne doprowadziły ostatecznie do wydzielenia dziesięciu grup przedsiębiorstw, skupiających w sobie działy gospodarki charakteryzujące się zbliżonymi rozkładami wartości tego wskaźnika finansowego, ale istotnie różniącymi się od tych, występujących w przypadku pozostałych wyodrębnionych grup. Zobowiązania wobec dostawców stanowiły najniższy odsetek pasywów przedsiębiorstw z sektora MSP prowadzących działalność rolniczą (dział 1) oraz związaną z obsługą rynku nieruchomości (dział 68). W przypadku przedsiębiorstw z tych działów gospodarki narodowej – przeciętnie w jednej złotówce źródeł finansowania zaledwie około 5 groszy stanowiły zobowiązania z tytułu dostaw i usług. Kredyt kupiecki, w największym stopniu, był wykorzystywany do finansowania prowadzonej działalności gospodarczej przez MSP zajmujące się handlem detalicznym (dział 47). Blisko połowa z nich w jednej czwartej finansowała swoje aktywa zobowiązaniami wobec dostawców. W działalności handlowej nie są wymagane duże nakłady stabilnego, długoterminowego kapitału na inwestycje, stąd przedsiębiorstwa te mogą w większym stopniu od innych wykorzystywać jako źródło finansowania swojego majątku kredyt kupiecki. Bardziej szczegółowe wyniki, uzyskane w trakcie badań, zostały zaprezentowane w tablicy 6.

MOST WIEDZY Pobrano z mostwiedzy.pl

Tablica 6. **Parametry rozkładu oraz propozycja przedziału stanowiącego bazę odniesienia dla wskaźnika obciążenia przedsiębiorstwa zobowiązaniami wobec dostawców [%]**

grupa	PKD	średnia	mediana	odchylenie standardowe	propozycja bazy odniesienia
1	1; 68	5,22	2,59	6,19 p.p.	0,8 – 7,4
2	69; 70	7,51	4,88	7,79 p.p.	1,4 – 11,4
3	35; 62; 71; 86	10,00	7,77	8,50 p.p.	3,2 – 14,7
4	23; 38; 58	11,60	9,44	8,50 p.p.	4,8 – 16,4
5	10; 16; 25; 33	14,25	12,05	9,68 p.p.	6,2 – 20,5
6	20; 22; 28; 41	15,65	13,58	10,90 p.p.	6,5 – 23,1
7	42; 45; 52; 73	18,89	16,21	13,06 p.p.	8,0 – 27,5
8	43; 49	20,19	17,40	13,12 p.p.	9,0 – 29,8
9	46	22,94	20,96	14,46 p.p.	10,7 – 33,6
10	47	24,68	23,23	15,83 p.p.	11,0 – 36,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów wygenerowanych z bazy danych „Tegiel".

Zobowiązania wobec dostawców stanowiły przekraczający 50% odsetek zobowiązań krótkoterminowych w dziesięciu przebadanych działach gospodarki narodowej. W największym stopniu zobowiązania krótkoterminowe składały się z zobowiązań z tytułu dostaw i usług wśród MSP prowadzących specjalistyczne roboty budowlane (dział 43), najniższy zaś w przypadku przedsiębiorstw prowadzących działalność związaną z obsługą rynku nieruchomości (dział 68). Kompletne wyniki dotyczące tej kwestii zostały zebrane w tablicy 7.

Tablica 7. **Przeciętne wartości udziału zobowiązań wobec dostawców w zobowiązaniach krótkoterminowych w zależności od przynależności sektorowej przedsiębiorstwa**

PKD	Udział zobowiązań wobec dostawców w zobowiązaniach krótkoterminowych	PKD	Udział zobowiązań wobec dostawców w zobowiązaniach krótkoterminowych	PKD	Udział zobowiązań wobec dostawców w zobowiązaniach krótkoterminowych
1	34,27%	35	34,21%	52	51,19%
10	48,75%	38	44,68%	58	39,69%
16	46,13%	41	42,41%	62	32,37%
20	53,54%	42	51,19%	68	24,53%
22	50,66%	43	77,77%	69	25,69%
23	44,68%	45	47,64%	70	32,82%
25	46,13%	46	62,17%	71	34,21%
28	50,66%	47	62,24%	73	51,19%
33	48,75%	49	50,92%	86	43,71%

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów wygenerowanych z bazy danych „Tegiel".

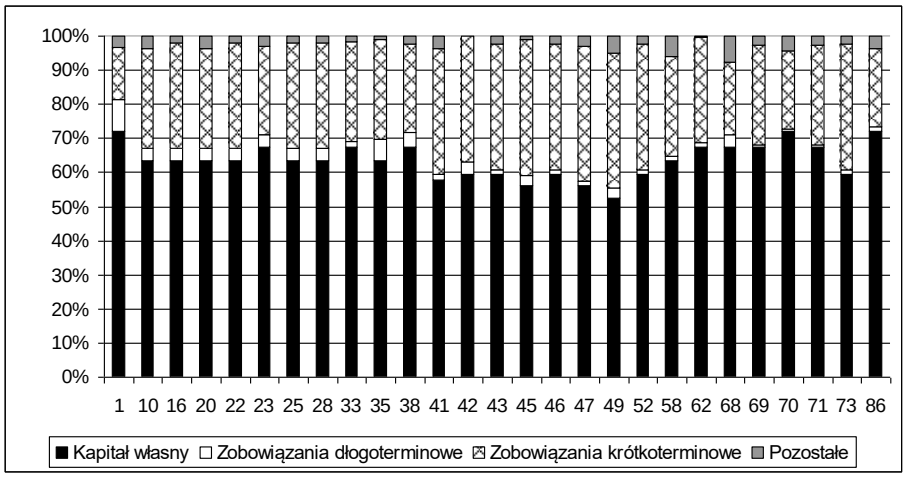
MOST WIEDZY Pobrano z mostwiedzy.pl

Podsumowanie

Przeprowadzone badania dowiodły, że MSP, należące do różnych działów gospodarki, odmiennie kształtują strukturę swoich źródeł finansowania. Do finansowania swojego majątku wykorzystują one przede wszystkim kapitał własny. Spośród zewnętrznych obcych źródeł finansowania zdecydowanie bardziej preferowany jest, przez firmy z sektora MSP, kapitał o charakterze krótkoterminowym. W sposób graficzny kwestia ta została zobrazowana na rysunku 1.

Wyniki przeprowadzonych badań są zgodne z twierdzeniami teorii hierarchii źródeł finansowania oraz teorii opartej na zarządzaniu strategicznym. Zdaniem autora, ustalona w trakcie badań typowa struktura źródeł finansowania polskich ponadprzeciętnie rentownych MSP może zostać wykorzystana jako baza odniesienia podczas analizy struktury kapitałowej przedsiębiorstw należących do tego sektora. W związku z powyższym, w niniejszym artykule zostały przedstawione propozycje takich baz odniesienia dla MSP z 27 różnych działów gospodarki narodowej.

Rys. 1. **Przeciętny udział poszczególnych źródeł finansowania w pasywach przedsiębiorstw z sektora MSP w zależności od ich przynależności do działu gospodarki narodowej**



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów wygenerowanych z bazy danych „Tegiel".

Ustalony w trakcie badań znikomy udział zobowiązań długoterminowych w strukturze źródeł finansowania polskich MSP może być skutkiem występowania istotnych barier w dostępie do długoterminowych kapitałów obcych w przypadku tych firm bądź celowego unikania przez ich właścicieli negatywnych konsekwencji wykorzystania długoterminowego kapitału obcego.

MOST WIEDZY Pobrano z mostwiedzy.pl

BIBLIOGRAFIA:

Baza danych TEGIEL, wersja 1.7.2 SV, edycja 56/2013.

Barton S. L., Gordon P. G., *Corporate Strategy and Capital Structure*, „Strategic Management Journal", November-December/1998, s. 623-632.

Bławat F., *Analiza ekonomiczna*, Wydawnictwo Politechniki Gdańskiej, Gdańsk 2001.

Cai F., Ghosh A., *Tests of capital structure theory: a binomial approach*, „Journal of Business & Economic Studies", No 2/2003, s. 20-32.

Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.

Graham J. R., Lemmon M. L., Schallheim J.S., *Debt, leases, taxes and the endogeneity of corporate tax status*, „Journal of Finance", No 1/1998, s. 131-162.

Jaruga A., Kopczyńska L., *Rachunkowość i podatki*, (w:) *Ekonomika i zarządzanie małą firmą,* red. B. Piasecki, PWN, Warszawa-Łódź 2001.

Myers S. C., *The capital structure puzzle*, „Journal of Finance", No 3/1984, s. 574-592.

Modigliani F., Miller M. H., *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*, „American Economic Review", No 3/1958, s. 261-297.

Quinn R. E., Cameron K., *Organizational Life Cycle and Shifting Criteria of Effectiveness: Some Preliminary Evidence*, „Management Science", No 1/1983, s. 33-51.

Streszczenie

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie w przekroju sektorowym kształtowania się struktury finansowania przez MSP uzyskujące ponadprzeciętnie wysoką rentowność aktywów. W trakcie przeprowadzonych badań uwzględniono 109 174 sprawozdań finansowych przedsiębiorstw prowadzących działalność gospodarczą w 27 różnych działach gospodarki narodowej. Sektorowe zróżnicowanie wartości wskaźników struktury źródeł finansowania zostało potwierdzone przy użyciu testu nieparametrycznego Kruskala-Wallisa. Przeprowadzone badania dowiodły, że MSP należące do różnych działów gospodarki w odmienny sposób kształtują strukturę swoich źródeł finansowania. Do finansowania swojego majątku wykorzystują one przede wszystkim kapitał własny. Spośród zewnętrznych obcych źródeł finansowania zdecydowanie bardziej preferowany jest, przez te firmy, kapitał o charakterze krótkoterminowym. Artykuł zawiera także propozycje baz odniesienia dla wskaźników struktury źródeł finansowania, dostosowanych do specyfiki MSP z 27 różnych działów gospodarki narodowej.

THE STRUCTURE OF FINANCING SOURCES OF UNUSUALLY PROFITABLE BUSINESSES IN THE SME SECTOR

Summary

The aim of the article is to present a cross-sectoral development of financing structure by SMEs with above-average return on assets. In the course of the study 109 174 corporate financial statements of enterprises conducting business activities in 27 different sectors of national economy were included. Sector diversity of ratio values of the financing structure has been confirmed using Kruskal-Wallis nonparametric test. The studies have proven that SMEs belonging to various sectors of economy form their financing structures in different ways. They mainly finance their assets using their own equity capital. Among external sources of financing, short-term capital is more frequently preferred by such companies. The article also contains proposals of ratio references of financing structure sources dedicated for SMEs from 27 different sectors of national economy.

MOST WIEDZY Pobrano z mostwiedzy.pl