

Struktura kapitałowa spółek z sektora MSP na rynku NewConnect w latach 2010–2013

Magdalena Dąbkowska*

Streszczenie: W artykule, wykorzystując analizę finansową w oparciu o badania literaturowe, porównano strukturę kapitałową 75 spółek notowanych na rynku NewConnect w latach 2010–2013, które opublikowały pełne sprawozdania za lata 2010–2013. Istnieją przesłanki potwierdzające, że struktura kapitałowa badanych spółek odzwierciedla teorię substytucji kapitału.

Słowa kluczowe: struktura kapitałowa, MSP, NewConnect, teoria substytucji, teoria hierarchii

Wprowadzenie

Przedsiębiorstwo, by móc funkcjonować, potrzebuje posiadać zarówno aktywa trwałe jak i obrotowe, a żeby je nabywać korzysta z różnych źródeł finansowania. Stan aktywów i pasywów jest efektem podejmowanych decyzji, które dotyczą wszystkich zagadnień związanych ze strukturą kapitałową przedsiębiorstwa (Duliniec 2011, s. 23). Jednym z koniecznych warunków funkcjonowania firmy jest utrzymanie płynności finansowej. Zapewnić to może m.in. finansowanie z różnych źródeł – w tym emisja akcji.

Wyniki przedstawione w artykule są efektem badań nad 75 spółkami notowanymi na rynku NewConnect, które opublikowały pełne dane za lata 2010–2013.

W badaniu wzięto pod uwagę wskaźniki płynności, reguły bilansowe, zadłużenia ogółem, zadłużenia kapitału własnego, zadłużenia długoterminowego, struktury aktywów, struktury pasywów.

1. Sektor MSP w Polsce

Przedsiębiorstwa pod względem wielkości można podzielić na dwie grupy – duże oraz należące do sektora mikro, małych i średnich przedsiębiorstw (MSP). To ostatnie pojęcie definiowane jest w sposób ilościowy jak i jakościowy. Biorąc po uwagę kryteria ilościowe, należy w Polsce stosować podział przedstawiony przez Komisję Europejską w rozporządzeniu nr 800/2008 z dnia 6 sierpnia 2008 roku, który dzieli sektor MSP na trzy grupy

* mgr Magdalena Dąbkowska, Katedra Przedsiębiorczości i Polityki Przemysłowej, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego, e-mail: mdabkowska@uni.lodz.pl.

przedsiębiorstw: mikro, małe i średnie, wyróżniając dla nich trzy zmienne: liczbę osób zatrudnionych, maksymalną wielkość rocznego obrotu oraz maksymalną wielkość rocznej sumy bilansowej (tab. 1).

Tabela 1

Kryteria podziału sektora MSP w Unii Europejskiej

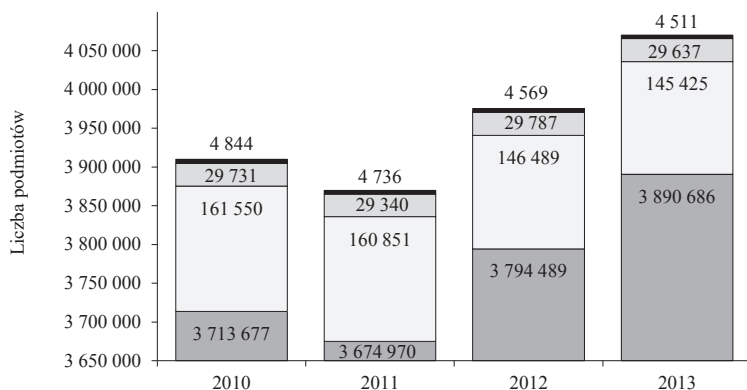
	Mikro- przedsiębiorstwo	Małe przedsiębiorstwo	Średnie przedsiębiorstwo
Liczba zatrudnionych pracowników	<10	<50	<250
Maksymalna wielkość rocznego obrotu	<2 mln euro	<10 mln euro	<50 mln euro
Maksymalna wielkość rocznej sumy bilansowej	<2 mln euro	<10 mln euro	<43 mln euro

Źródło: opracowanie własne na podstawie Rozporządzenia Komisji (WE) nr 800/2008 z dnia 6 sierpnia 2008 r. uznające niektóre rodzaje pomocy za zgodne ze wspólnym rynkiem w zastosowaniu art. 87 i 88 Traktatu (ogólne rozporządzenie w sprawie wyłączeń blokowych) s. 38.

Definicja jakościowa uwzględnia cechy, którymi przedsiębiorstwa z sektora MSP różnią się od dużych firm. Najczęściej wymieniane w literaturze kryteria jakościowe to: niezależność, samodzielność ekonomiczna i prawna, rola właściciela, struktura organizacyjna i uproszczone metody zarządzania, rodzaj finansowania, ścisły kontakt z klientem i dopasowanie do jego potrzeb, elastyczność działania, innowacyjność i kreatywność.

Na potrzeby artykułu przedsiębiorstwa z sektora MSP są definiowane za pomocą kryteriów ilościowych.

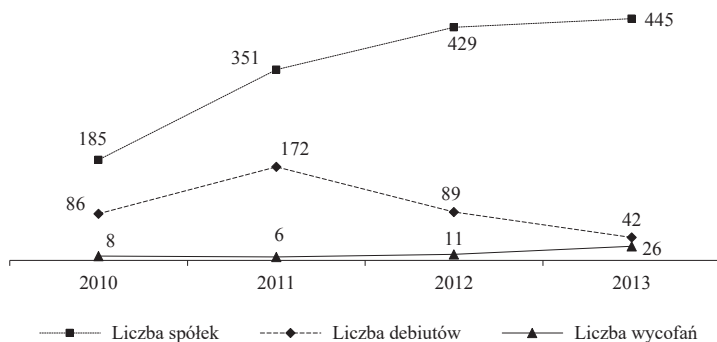
W Polsce na koniec 2013 roku zarejestrowanych w rejestrze REGON było 4 070 259 firm, z czego mikroprzedsiębiorstwa stanowiły około 95%, natomiast duże firmy – zaledwie 0,1% (zob. rys. 1). Sektor MSP jest bardzo istotny dla polskiej gospodarki (wytwarza



Rysunek 1. Podmioty zarejestrowane w rejestrze REGON w latach 2010–2013 według klas wielkości

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

rocznie około 75% Produktu Krajowego), mimo to właściciele firm z tego sektora często mają problem z pozyskiwaniem funduszy z różnych źródeł finansowania. Jedną z możliwości pozyskania kapitału jest emisja akcji.



Rysunek 2. Liczba spółek notowanych na rynku NewConnect w latach 2010–2013

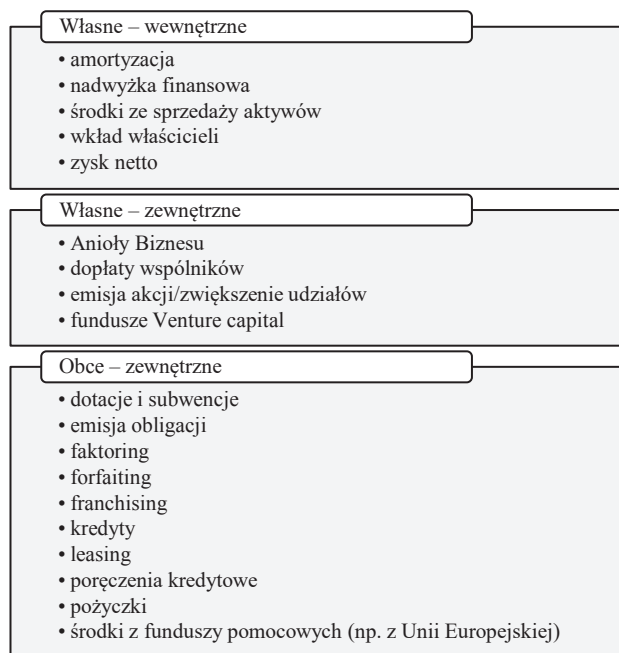
Źródło: opracowanie własne na podstawie Biuletynów Statystycznych NewConnect z lat 2010, 2011, 2012, 2013.

Coraz więcej firm z sektora MSP decyduje się na wejście na giełdę i poprzez publiczną ofertę emisji akcji pozyskiwanie kapitałów własnych potrzebnych na rozwój. Umożliwia im to alternatywny rynek giełdowy w Polsce – NewConnect, który jest miejscem obrotu akcjami przeznaczonymi dla młodych, rozwijających się przedsiębiorstw z tego sektora (Mikołajczyk, 2010, s. 65). Z roku na rok skupia on coraz większą liczbę spółek. W roku rozpoczęcia jego działalności (2007) odnotowano 24 emitentów. Na koniec 2013 roku było ich już 445. Rynek NewConnect w odróżnieniu od rynku głównego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, jest bardziej liberalny (obowiązują na nim uproszczone procedury dopuszczeniowe, niższy koszt debiutu i notowań, mniejsze obowiązki informacyjne spółek). Na rysunku 2 pokazano zmiany liczby spółek notowanych na rynku NewConnect w latach 2010–2013.

2. Teorie struktury kapitału

Na przestrzeni lat powstało wiele teorii dotyczących uwarunkowań struktur kapitałowych przedsiębiorstw. Dwie najważniejsze z nich – teoria hierarchii źródeł finansowania (*pecking order theory*) i teoria substytucji (*trade-off theory*) – tłumaczą w odmienny sposób zachodzące w firmach zjawiska, tzn. m.in. inaczej definiują rodzaje kapitałów występujących w przedsiębiorstwach – wewnętrzne i zewnętrzne, własne i obce. W literaturze (Bień 2000, s. 157–158) można spotkać twierdzenie, że podstawowym kryterium podziału form finansowania jest kryterium własnościowe, w ramach którego można dokonywać kolejnych

podziałów – w kapitałach własnych wyróżnia się finansowanie wewnętrzne oraz zewnętrzne, a obcych – zewnętrzne (rys. 3). Według niektórych badaczy, aby móc określić przyczyny powstawania struktur kapitałowych, wspomniane dwie teorie należy traktować jako komplementarne.



Rysunek 3. Źródła finansowania przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne (por. Szyszko, Szczepański 2003, s. 67).

Teoria hierarchii źródeł finansowania została opracowana przez Donaldsona w 1961 roku, a następnie rozszerzona przez Myersa i Majfula w 1984 roku. Według niej wyróżnia się wewnętrzne i zewnętrzne źródła finansowania. Przedsiębiorstwo posiada ustalone preferencje odnośnie do kolejności finansowania, zamiast konkretnej struktury posiadanego kapitału, przy czym teoria mówi, że firmy w pierwszej kolejności korzystają z wewnętrznych źródeł finansowania, a gdy te są niewystarczające, wolą skorzystać z różnych kredytów bądź emisji obligacji niż wyemitować akcje. Spowodowane jest to chęcią korzystania z tańszych źródeł finansowania oraz niechęcią do dzielenia się udziałami w firmie, a co za tym idzie możliwą utratą kontroli.

Model Modiglianiego i Millera z lat 50. XX wieku stanowi podwaliny teorii substytucji (*trade-off*). Zakłada, że „struktura kapitału w firmie jest stała, opiera się na stałości kapitałów i aktywów w przedsiębiorstwie oraz na idei kosztów rekaptalizacji” (Mikołajczyk,

Kurczewska 2010, s. 38). Wspomniana teoria wyróżnia dwa rodzaje źródeł kapitałów – własne i obce, pomiędzy którymi należy ustanowić proporcję biorąc pod uwagę korzyści i koszt finansowania długiem), doprowadzającą do optymalnej struktury kapitałowej w firmie, czyli takiej, która przedstawia minimalny średni ważony koszt kapitału i maksymalną wartość firmy. Wskaźnik zadłużenia jest utrzymywany poniżej zalecanej wartości.

3. Struktura kapitałowa spółek z sektora MSP notowanych na rynku NewConnect

Do zbadania struktury kapitałowej przedsiębiorstw z uwagi na źródła ich finansowania obliczono po 13 wskaźników dla każdego roku z lat 2010–2013. Wyniki zaprezentowane są w tabeli 2.

Tabela 2

Wskaźniki dla 75 spółek na rynku NewConnect w latach 2010–2013 (ujęcie ogółem)

Wskaźnik	Wzór	2010	2011	2012	2013
Wskaźnik płynności III stopnia (płynności bieżącej)	aktywa obrotowe/zobowiązania krótkoterminowe	0,73	0,81	0,89	0,67
Wskaźnik płynności II stopnia (szybki)	(aktywa obrotowe – zapasy)/zobowiązania krótkoterminowe	0,79	0,93	1,10	0,82
Wskaźnik płynności gotówkowej	środki pieniężne/zobowiązania krótkoterminowe	0,17	0,15	0,21	0,14
Wskaźnik struktury aktywów trwałych	aktywa trwałe/aktywa ogółem	0,51	0,54	0,54	0,57
Wskaźnik struktury aktywów obrotowych	aktywa obrotowe/aktywa ogółem	0,41	0,37	0,43	0,40
Złota reguła finansowania	kapitał własny/kapitał obcy	0,86	0,88	0,71	0,79
Złota reguła bilansowa	kapitał własny/aktywa obrotowe	0,88	0,84	0,75	0,76
Srebrna reguła bilansowa	(kapitał własny + zobowiązania długoterminowe)/aktywa trwałe	1,21	1,26	1,32	1,12
Wskaźnik struktury kapitałów własnych	kapitał własny/pasywa ogółem	0,45	0,46	0,41	0,44
Wskaźnik pokrycia majątku obrotowego	zobowiązania krótkoterminowe/aktywa ogółem	0,35	0,29	0,27	0,34
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	zobowiązania ogółem/pasywa ogółem	0,54	0,53	0,58	0,56
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	zobowiązania ogółem/kapitał własny	1,17	1,14	1,40	1,26
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	zobowiązania długoterminowe/kapitał własny	0,38	0,51	0,75	0,47

Źródło: opracowanie własne.

Przy zarządzaniu płynnością finansową konieczne jest utrzymanie odpowiedniej wartości zarówno aktywów obrotowych, jak i zobowiązań krótkoterminowych. Zbyt duży poziom gotówki oznacza zamrożenie kapitału obrotowego, a to może powodować zmniejszenie

rentowności przedsiębiorstwa. Natomiast wysoki stan zobowiązań krótkoterminowych jest niebezpieczny, gdyż zwiększa ryzyko bankructwa. Płynność finansową przedsiębiorstwa można badać za pomocą trzech wskaźników (płynności bieżącej, szybki, gotówkowy). Powinny mieć wysoką wartość, co świadczy o przewadze wielkości aktywów obrotowych nad zobowiązaniami krótkoterminowymi. Minimalna wymagana wartość wskaźnika szybkiego (II stopnia) wynosi 1. W badanym przypadku od 2010 do 2012 roku jego wielkość wzrosła od 0,79 do 1,1, po czym gwałtownie spadła do 0,82. Może to sugerować nagłe inwestycje.

Wskaźnik bieżącej płynności (III stopnia) jest mniejszy od 1, co oznacza, że przedsiębiorstwa nie są w stanie natychmiastowo spłacić wszystkich zobowiązań krótkoterminowych. W latach 2010–2012 jego wartość wzrosła od 0,73 do 0,89, po czym w kolejnym roku gwałtownie spadła do 0,67, co sugeruje, że firmy zaczęły korzystać w większym stopniu z krótkoterminowego niż długoterminowego kapitału obcego.

Wskaźnik płynności gotówkowej powinien być jak najniższy, gdyż utrzymywanie nadmiaru gotówki w firmie jest nieuzasadnione. Dla omawianych spółek wynosił on od 14 do 21%, co oznacza, że środki pieniężne nie były przetrzymywane w firmie, tylko inwestowane w jej rozwój i przeznaczone na spłatę zobowiązań.

Rozpatrując wskaźniki płynności warto wziąć pod uwagę wielkość kapitału obrotowego netto (tab. 3), czyli kapitał stały pomniejszony o majątek trwały (kapitał stały obliczono jako sumę kapitału własnego i obcego długoterminowego). Na podstawie tego wskaźnika można określić jaką firmą stosuje strategię finansowania aktywów obrotowych (konserwatywną, umiarkowaną czy agresywną). Strategia konserwatywna polega na utrzymywaniu wysokiego stanu aktywów obrotowych i niskiej wartości zobowiązań bieżących, dominują zobowiązania długoterminowe, występuje nadpłynność, ryzyko utraty płynności jest bardzo małe. Wskaźnik bieżącej płynności jest znacznie wyższy od 1. Najczęściej firmy wybierają strategię umiarkowaną, która zapewnia zarówno umiarkowany zysk, jak i ryzyko. Polityka agresywna zapewnia wysoki poziom ryzyka utraty płynności, jednocześnie mogą być osiągnięte bardzo wysokie zyski. Kapitał obrotowy netto utrzymywany jest na niskim poziomie (nawet zerowym), a wskaźnik bieżącej płynności dąży do 1.

Tabela 3

Wielkość kapitału obrotowego netto dla 75 spółek na rynku NewConnect w latach 2010–2013 (ujęcie ogółem)

	2010	2011	2012	2013
Kapitał obrotowy netto (zł)	263 909 751,00	481 088 460,50	643 700 098,97	268 606 950,71

Źródło: opracowanie własne.

Biorąc pod uwagę całą badaną próbę można stwierdzić, że charakteryzuje ją agresywna strategia finansowania aktywów obrotowych. Wskaźnik bieżącej płynności jest zbliżony do jedności, a kapitał obrotowy netto utrzymuje się na niskim poziomie.

W badanym okresie na cały majątek przedsiębiorstw przypadało powyżej 50% na aktywa trwałe (51–57%), a na obrotowe ok. 40% (37–43%), co może sugerować, że w badanej grupie dominują firmy, które cechuje wysoka majątkochłonność wynikająca np. z przesłanek technicznych.

Według złotej reguły finansowania nie należy posiadać zadłużenia większego od wartości posiadanych kapitałów własnych, czyli stosunek kapitału własnego do obcego powinien być większy równy od jedności. Ma to sprzyjać niezależności finansowej oraz utrzymaniu płynności w długim okresie czasu. Kolejną badaną miarą jest stosunek kapitału własnego do aktywów trwałych, czyli tzw. złota reguła bilansowa. Zakłada ona, że kapitał własny powinien w całości finansować majątek trwały. Aby sytuacja przedsiębiorstwa była stabilna, wynik powinien wynosić około jedności. Srebrna reguła bilansowa jest bardziej liberalną wersją złotej reguły. Zakłada ona, że majątek trwały może być finansowany kapitałem stałym, który składa się z kapitału własnego powiększonego o długoterminowy kapitał obcy. Jeśli wskaźnik wynosi mniej niż 1, oznacza to, że majątek trwały jest finansowany krótkotrwałym kapitałem obcym, co może zagrozić niewypłacalnością i szybką utratą płynności firmy.

Złota reguła finansowania jak i złota reguła bilansowa nie zostały zachowane. Wartość dla tej pierwszej w badanym okresie jest mniejsza od 1 (wynosi od 0,71 do 0,88), co pokazuje, że w badanych spółkach przeważają kapitały obce nad własnymi. Stosunek kapitału własnego do aktywów trwałych, wahał się w przedziale 0,75–0,88. Majątek trwały nie jest w pełni opłacany przez kapitał własny. Można zauważyć też, że zmalał w 2013 roku w porównaniu do 2010 roku, co oznacza, że coraz mniej kapitałów własnych jest zaangażowanych w aktywa trwałe. Wskaźnik pokrycia majątku trwałego kapitałem stałym (srebrna reguła bilansowania) jest większy od 1 (wynosił od 1,12 do 1,32), co gwarantuje utrzymanie stabilności finansowej. Można zauważyć też spadek wielkości kapitałów stałych w 2013 roku w porównaniu do 2012 roku, co może powodować pewne obawy – rosnący udział obcych kapitałów krótkoterminowych w finansowaniu długiem przedsiębiorstwa.

Opisane powyżej obserwacje potwierdzają otrzymane wyniki dla wskaźników zadłużenia. W badaniu obliczono trzy wskaźniki dotyczące zadłużenia – wskaźnik zadłużenia ogółem, kapitału własnego i zadłużenia długoterminowego (wskaźnik długu). Zalecana wartość dla pierwszego z nich wynosi ok. 0,57–0,67. Im jest wyższy tym wyższe ryzyko dawcy obcego kapitału. Wartość wskaźnika dla badanych spółek oscylowała wokół niższej zalecanej wartości, co ukazuje mniejsze ryzyko niespłacenia zobowiązań. W jakim stopniu kapitał obcy jest pokryty kapitałem własnym pokazuje wskaźnik zadłużenia kapitału własnego. Wskaźnik długu dostarcza informacji w jakim mierze jest możliwe pokrycie zobowiązań długoterminowych przez kapitał własny. Może on być jedną z miar ryzyka związanego z udzieleniem przedsiębiorstwu kredytu. Zauważyć można, że wartość kapitałów własnych znacząco przewyższają zobowiązania ogółem (z czego większość stanowią zobowiązania krótkoterminowe).

Wskaźniki struktury kapitałów własnych utrzymywały się na podobnym poziomie przez 4 lata (wynosiły 41–46%). Można stwierdzić, że jest niedostatek kapitałów własnych, co może powodować niski poziom rentowności przedsiębiorstw. W roku 2013 wzrósł o 3% w porównaniu do 2012 roku, co może sugerować zmianę struktury kapitałów w kolejnych latach.

Biorąc pod uwagę złotą regułę finansowania oraz złotą i srebrną regułę bilansową można zauważyć, że badane przedsiębiorstwa posiadają więcej kapitałów obcych niż własnych, a wśród kapitałów obcych dominują kapitały długoterminowe nad krótkoterminowymi. Dzięki temu ryzyko finansowe i utraty płynności finansowej powinno kształtować się na akceptowalnym poziomie.

Wskaźnik pokrycia majątku obrotowego mówi w jakim stopniu majątek obrotowy jest finansowany ze źródeł krótkoterminowych. Jego wysokość w 2013 roku była taka sama jak w 2010 roku – ok. 35% aktywów obrotowych były sfinansowane z kapitałów obcych krótkoterminowych.

Uwagi końcowe

Na podstawie otrzymanych wyników nie można stwierdzić, że struktura kapitałowa badanych 75 spółek notowanych na rynku NewConnect potwierdza jednoznacznie założenia teorii substytucji bądź teorii hierarchii źródeł finansowania. Utrzymujące się wysokie zadłużenie może potwierdzać teorię substytucji. Jednak, aby w pełni móc określić czy jest to regułą czy tylko zbieżnością wyników w podanym okresie czasu, należy w dalszych badaniach wziąć pod uwagę jeszcze inne wskaźniki (np. rentowności, dźwignię finansową), przyjrzeć się poszczególnym firmom, podzielić je na branże, a także wziąć pod uwagę czynniki zewnętrzne (takie jak np. inflacja). Zaleca się także wydłużyć horyzont czasowy obserwacji.

Literatura

- Bień W. (2000). *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*. Warszawa: Difin.
- Biuletyn Statystyczny NewConnect z lat 2010–2013.
- Byoun S. (2008). How and When Do Firms Adjust Their Capital Structures toward Targets? *The Journal of Finance*, 63 (6)
- Dębski W. (1997). *Zarządzanie Finansami tom I. Instrumenty finansowe, analiza finansowa, planowanie finansowe, efektywność inwestycji*. Warszawa: Centrum Informacji Menedżera.
- Duliniec A. (2011). *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Kaczmarek T. (2014). *Finanse przedsiębiorstw: teoria i praktyka*. Wolters Kluwer.
- Kordela D. (2013). *NewConnect – rynek giełdowy dla małych i średnich przedsiębiorstw*. Warszawa: CeDeWu.
- Łuczka T. (2013). *Makro- i mikroekonomiczne determinanty struktury kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach*. Poznań: Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej.
- Mikołajczyk B., Kurczewska A. (2010). Rynek NewConnect w Polsce na tle innych rynków alternatywnych w Europie. *Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse”*, 6 (3).
- Myers S. (1984). *Capital structure puzzle*, www.nber.org/papers/w1393.pdf.

- Rozporządzenie Komisji (WE) nr 800/2008 z dnia 6 sierpnia 2008 r. uznające niektóre rodzaje pomocy za zgodne ze wspólnym rynkiem w zastosowaniu art. 87 i 88 Traktatu (ogólne rozporządzenie w sprawie wyłączeń blokowych).
- Skowronek-Mielczarek A. (2003). *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Szyszko J., Szczepański J. (red.) (2003). *Finanse przedsiębiorstwa*. Warszawa: PWE.
- Zadura-Lichota P. (red.) (2014). *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2012–2013*. Warszawa: PARP.

THE CAPITAL STRUCTURE OF SMES ON THE NEWCONNECT MARKET IN THE YEARS 2010–2013

Abstract: *Purpose* – Comparison of the capital structure of SMEs on the NewConnect market in the years 2010–2013.

Design/methodology/approach – To achieve the objective of the article was used an analysis of the literature and an analysis of financial and comparison of different indicators for the 75 companies listed on the NewConnect market, which published the full report for 2010–2013.

Findings – There is evidence proving that the capital structure of the companies under review reflects the theory of substitution of capital.

Keywords: capital structure, SME, NewConnect, trade-off theory, pecking order theory

Cytowanie

- Dąbkowska M. (2016). Struktura kapitałowa spółek z sektora MSP na rynku NewConnect w latach 2010–2013. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/2), 85–93. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/2-06.