

JAROSŁAW KUBIAK, TOMASZ NOWACZYK

SWOBODA DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ A SYSTEM ZASILANIA KAPITAŁOWEGO PRZEDSIĘBIORSTW

I. WSTĘP

Efektywność gospodarowania, a przez to także tempo rozwoju gospodarczego są w dużej mierze uzależnione od swobody prowadzenia działalności gospodarczej przedsiębiorstw. Nie ulega wątpliwości, że zapewnienie przez państwo w ramach istniejącego systemu prawnego swobody gospodarowania jest podstawowym czynnikiem warunkującym zwiększenie konkurencyjności polskiej gospodarki, a także gospodarki Unii Europejskiej. Strategia lizbońska przyjęta przez kraje wspólnoty jest wyraźnym sygnałem wskazującym na to, że Europa musi podjąć zdecydowane działania w kierunku przyspieszenia rozwoju gospodarczego, między innym poprzez zapewnienie przedsiębiorstwom swobody prowadzenia działalności gospodarczej. Jednym z jej fundamentów jest swoboda w zakresie dostępu do kapitału. Niniejszy artykuł jest próbą przedstawienia luk w szeroko rozumianym systemie zasilania kapitałowego przedsiębiorstw oraz zdiagnozowania przyczyn ich występowania.

II. POJĘCIE SWOBODY DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ I DOSTĘPNOŚCI KAPITAŁU

Pojęcie swobody działalności gospodarczej należy do grupy praw konstytucyjnych przysługujących obywatelom RP. W Konstytucji RP swobodę działalności gospodarczej traktuje się jako podstawę społecznej gospodarki rynkowej. Pojęcie to odnosi się nie tylko do zasad podejmowania i wykonywania działalności gospodarczej, ale także do zasad wyrażających stosunek państwa do przedsiębiorczości i przedsiębiorców. Swoboda gospodarcza jest uznawana za wartość naturalną, której nie można kreować normatywnie, ale można zapewnić pewne gwarancje prawne jej przestrzegania przez państwo¹.

Pojęciem tym operuje także ustawa o swobodzie działalności gospodarczej, która określa między innymi zadania państwa wobec przedsiębiorców. Zgodnie z art. 8 ustawy, organy administracji publicznej mają wspierać rozwój przedsiębiorczości poprzez tworzenie korzystnych warunków do podejmowania

¹ C. Kosikowski, *Ustawa o swobodzie działalności gospodarczej. Komentarz*, Wydawnictwo Prawnicze Lexis-Nexis, Warszawa 2005, s. 10.

i wykonywania działalności gospodarczej; w szczególności wsparcie ma być adresowane do mikroprzedsiębiorców oraz małych i średnich przedsiębiorców.

Rolą państwa – co można wyprowadzić z przedstawionego rozumienia pojęcia swobody działalności gospodarczej – jest stworzenie odpowiedniej infrastruktury oraz ram instytucjonalnych, prawnych i podatkowych, które będą sprzyjały optymalizacji struktury źródeł finansowania przedsiębiorstw². Sprowadza się to do tworzenia odpowiednich rozwiązań w zakresie systemu finansowego państwa. System finansowy tworzą instytucje finansowe, rynki finansowe oraz różnego typu regulacje określające zasady funkcjonowania i powiązania pomiędzy rynkami i instytucjami finansowymi³. Natomiast system zasilania kapitałowego przedsiębiorstw będzie tą częścią (podsystemem) systemu finansowego państwa, która służy mobilizacji kapitału dla przedsiębiorstw produkcyjnych, handlowych i usługowych.

Tezą, na której opiera się niniejszy artykuł, jest przekonanie, że otoczenie systemowe, w dużym stopniu kształtowane przez państwo, powinno wspierać realizację zasad konstytucyjnych, w tym zasady swobody działalności gospodarczej. Do tego potrzebny jest swobodny dostęp do kapitału na wszystkich etapach rozwoju przedsiębiorstwa.

Dostępność kapitału określają warunki stawiane biorcy przez dawcę źródła w ramach obowiązujących przepisów prawnych, które musi wypełnić, aby je pozyskać. Przedsiębiorstwo ma pewien zbiór potencjalnych źródeł oferowany przez jego zewnętrzne otoczenie. O tym, czy będzie jednak mogło skorzystać z danego źródła, zadecyduje spełnienie określonych warunków, posiadanie cech, których oczekuje ich dawca. Cechy dostępności mają więc podstawowe, pierwotne znaczenie dla możliwości dokonania swobodnego wyboru źródła przez przedsiębiorstwo na podstawie innych kryteriów, takich jak koszt i elastyczność⁴.

III. WIELKOŚĆ I FAZA ROZWOJU PRZEDSIĘBIORSTWA A SWOBODA POZYSKIWANIA KAPITAŁU⁵

Wielkość przedsiębiorstwa ma wpływ na zróżnicowanie dostępności przedsiębiorstw do kredytu bankowego (także na warunki umowy kredytowej), na zróżnicowanie dostępności innych obcych źródeł pochodzących z rynku finan-

² Por. *Wybrane determinanty rozwoju rynku akcji i korporacyjnych instrumentów dłużnych w Polsce*, red. A. Grań i P. Sobolewski, *Narodowy Bank Polski*, Warszawa 2005, s. 4.

³ B. Pietrzak, Z. Polański, *System finansowy w Polsce*, PWN, Warszawa 1997, s. 11.

⁴ J. Kubiak, *Wybór źródeł krótkoterminowego finansowania przedsiębiorstwa*, w: *Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej*, t. II. *Finanse przedsiębiorstwa*, red. Z. Dresler, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2004, s. 161.

⁵ W literaturze przedmiotu można spotkać szereg wyznaczników wielkości firmy. Obok podstawowych wskaźników ilościowych czy wartościowych, przyjmowane są także kryteria niewymierne (poziom rozbudowy struktury organizacyjnej, zakres tożsamości pomiędzy własnością i kierowaniem itp.). W sposobie definiowania wielkości przedsiębiorstw dominują kryteria wymierne, a wśród nich kryterium liczby zatrudnionych pracowników. Niekiedy dodatkowe kryterium stanowią obroty firmy oraz rzadziej wielkość zaangażowanego kapitału. Należy pamiętać, że podział przedsiębiorstw według ich wielkości jest umowny i ma zawsze charakter względny. Właściwym rozwiązaniem wydaje się przyjęcie definicji: mikroprzedsiębiorcy, małego przedsiębiorcy oraz średniego przedsiębiorcy wprowadzonej w ustawie o swobodzie działalności gospodarczej (Dz. U. Nr 113, poz. 1807, art. 104-109). Według tej ustawy, za mikroprzedsiębiorcę uważa się przedsiębiorcę, który w co najmniej jednym z dwóch ostatnich lat obrotowych:

sowego oraz ma wpływ na możliwości wyposażenia w kapitał własny, a w szczególności na pozyskiwanie go na rynku kapitałowym⁶. Powodem takiego stanu jest między innymi różnica w skali działalności podmiotów, a zatem i potencjalnie różne możliwości osiągnięcia zysków dla dawców udostępniających kapitał.

Ograniczenie swobody finansowania dotyczy małych przedsiębiorstw, zwłaszcza w zakresie pozyskiwania kapitału własnego na rynku publicznym oraz pozyskiwania kapitału obcego bezpośrednio na rynku finansowym („obce finansowanie bezpośrednie”, poprzez emisję papierów dłużnych). Jak słusznie zauważa E. F. Brigham⁷, małe podmioty praktycznie nie mają dostępu do tych form finansowania lub dostęp ten jest bardzo ograniczony. W tej sytuacji nabierają znaczenia takie źródła finansowania, jak: *venture capital*, kredyt bankowy, kredyt kupiecki.

Drugim czynnikiem wpływającym na dostępność kapitału jest faza rozwoju, w jakiej znajduje się przedsiębiorstwo. Przedstawiając fazy rozwoju przedsiębiorstwa, warto odwołać się do klasyfikacji będącej wynikiem badań nad stadiami inwestowania i prowadzenia dezinwestycji przez fundusze wysokiego ryzyka⁸. Faza zasiewów (*seed investments*) to pierwszy etap rozwoju firmy – określane często jako zalążkowy – kiedy to przedsiębiorca posiadający pomysł na działalność gospodarczą podejmuje przygotowania do jego realizacji. Potrzeba tu stosunkowo niewielkiego kapitału dla pokrycia kosztów związanych z dopracowaniem koncepcji produktu czy usługi organizacji przedsiębiorstwa oraz wstępnej analizy rynku.

Faza startu (*start-up*). Faza startu to początek działania firmy – etap organizacji i podjęcia działalności. Środki potrzebne na tym etapie muszą pokryć nakłady na uruchomienie działalności przynajmniej w minimalnym zakresie.

Faza pierwsza – wczesnego rozwoju (*early development*). Na tym etapie następuje przejście do produkcji seryjnej (posługując się przykładem firmy produkcyjnej), zwiększenie zdolności produkcyjnych przedsiębiorstwa i często budowanie sieci dystrybucji, co powoduje konieczność ponoszenia znaczących

1) zatrudniał średniorocznie mniej niż 10 pracowników oraz

2) osiągnął roczny obrót netto ze sprzedaży towarów, wyrobów i usług oraz operacji finansowych nieprzekraczający równowartości w złotych 2 milionów euro, lub sumy aktywów jego bilansu sporządzonego na koniec jednego z tych lat nie przekroczył równowartości w złotych 2 milionów euro.

W przypadku małego przedsiębiorcy wartości progowe wynoszą: w zakresie zatrudnienia – 50 pracowników, w zakresie obrotów – 10 milionów euro, w zakresie sumy aktywów – 10 milionów euro. Natomiast w przypadku średniego przedsiębiorcy odpowiednio: 250 pracowników, 50 milionów euro (sprzedaż) i 43 milionów euro (suma aktywów).

Ponadto nie uważa się odpowiednio za mikroprzedsiębiorcę, małego lub średniego przedsiębiorcy, w którym inni przedsiębiorcy, Skarb Państwa oraz jednostki samorządu terytorialnego posiadają:

1) 25% i więcej wkładów, udziałów lub akcji;

2) prawa do 25% i więcej udziału w zysku;

3) 25% i więcej głosów w zgromadzeniu wspólników, walnym zgromadzeniu akcjonariuszy albo w zgromadzeniu spółdzielni.

Powyzsza definicja zastąpiła tę, którą wprowadziła ustawa: Prawo działalności gospodarczej z 19 listopada 1999 r. (Dz. U. Nr 101, poz. 1178, art. 54 i 55). Istotną zmianą w zakresie definiowania wielkości przedsiębiorstw wprowadzoną ustawą o swobodzie działalności gospodarczej jest wprowadzenie kategorii mikroprzedsiębiorcy.

⁶ Por. M. Jerzemowska, *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa 1999, s. 55.

⁷ E. F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, t. I, PWE, Warszawa 1996, s. 45.

⁸ Zob. J. M. Gryko, *Rola funduszy venture capital w finansowaniu działalności innowacyjnej przedsiębiorstwa*, w: *Finanse, bankowość i ubezpieczenia*, t. 1, red. K. Jajuga, M. Łyszczak, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2001, s. 249-250.

nakładów inwestycyjnych. W fazie tej rośnie zapotrzebowanie na kapitał z zewnątrz. Przychody ze sprzedaży są często zbyt małe, aby zapewnić zyski czy dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej.

Faza druga – rozrost (*expansion*). Przedsiębiorstwo w drugiej fazie istnieje już na rynku i utrzymuje się. Firma na tym etapie rozwoju zwykle ponosi straty lub daje niewielkie zyski. Zapotrzebowanie na kapitał wynika z konieczności umocnienia pozycji na rynku.

Faza trzecia – zyskowość i problem utraty płynności (*profitable but cash poor*). Na tym etapie obserwuje się szybki wzrost sprzedaży. Firma osiąga coraz większe zyski, ale wewnętrzne przepływy pieniężne mogą nie być wystarczające do sfinansowania kapitału pracującego. Zapotrzebowanie na fundusze w dużym stopniu wynika z potrzeby utrzymania płynności finansowej w warunkach wzrostu majątku obrotowego.

Faza czwarta – gwałtowny wzrost i rosnąca płynność (*rapid growth toward liquidity point*). Etap ten wiąże się z uzyskaniem przez przedsiębiorstwo pozycji rynkowej pozwalającej na szybki wzrost oraz ekspansję na nowe rynki poprzez wykorzystanie efektu skali, wiedzy i zgromadzonego doświadczenia. Przedsiębiorstwo często zaczyna wprowadzać dług do struktury finansowania, aby zwiększyć zyskowość kapitału własnego.

Faza okrzepnięcia. Przedsiębiorstwo odniosło sukces rynkowy i generuje znaczące dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. Jest gotowe do przeprowadzenia pierwszej oferty publicznej akcji (IPO) – jeśli takiego wyboru dokonają właściciele.

Faza dojrzałości. Przedsiębiorstwo zakończyło gwałtowny wzrost; skala działalności ogranicza możliwości szybkiej ekspansji. Zwykle posiada istotny majątek i ugruntowaną pozycję rynkową.

Klasyfikacja według wielkości jest oczywiście skorelowana z klasyfikacją według faz rozwoju przedsiębiorstw – zwykle wielkość przedsiębiorstwa osiągającego sukces rynkowy będzie rosła w miarę przechodzenia przez poszczególne z wyróżnionych faz rozwoju. Wzrost sumy bilansowej, zatrudnienia i wielkości obrotów to także często przyjmowane wyznaczniki rozwoju przedsiębiorstwa.

IV. LUKI W SYSTEMIE ZASILANIA KAPITAŁOWEGO PRZEDSIĘBIORSTW

W teorii finansów – przynajmniej na poziomie podstawowym – przyjmuje się założenie o efektywności rynku finansowego. Prowadzi to często do wniosku, że dla każdego finansowo opłacalnego projektu inwestycyjnego można pozyskać źródła finansowania. W praktyce gospodarczej jednak przedsiębiorcy na ogół borykają się z problemem pozyskania kapitału dla realizacji swoich zamierzeń inwestycyjnych. Wynika to z faktu, że nie we wszystkich segmentach rynku finansowego występuje ten sam stopień efektywności, co więcej – stopień efektywności rynku doświadczany przez różne rodzaje przedsiębiorstw też będzie różny. Przyczyną takiego stanu rzeczy są rozmaite zjawiska: asymetria informacyjna pomiędzy zarządzającymi przedsiębiorstwem a zewnętrznymi inwestorami-dysponentami źródeł finansowania, występowanie kosztów agencji,

a także architektura i funkcjonowanie systemu zasilania kapitałowego przedsiębiorstw. Wpływa to na dostępność kapitału dla różnych rodzajów przedsiębiorstw na różnych etapach ich rozwoju.

Najpowszechniej znana w teorii systemów finansowych luka zasilania kapitałowego przedsiębiorstw to tzw. luka MacMillana, zwana też luką kapitału własnego (*equity gap*), a czasami – niezbyt trafnie – „luką kapitałową”. Identyfikacji tej niedoskonałości systemu finansowego, polegającej na utrudnionym dostępie małych i średnich przedsiębiorstw do kapitału, dokonała w Wielkiej Brytanii w 1934 r. komisja parlamentarna pod przewodnictwem H. P. MacMillana. Pierwotną przyczyną problemu jest tutaj ograniczoność kapitałów własnych na wczesnych etapach rozwoju przedsiębiorstw; są one najczęściej ograniczone do oszczędności własnych założycieli firmy czy też kwot pożyczonych od rodziny i znajomych⁹ – brakuje możliwości pozyskania zewnętrznego zasilenia kapitałem własnym. Z uwagi na funkcję gwarancyjną kapitału własnego, również potencjał zadłużeniowy jest w tej sytuacji niewielki. Zdecydowanie można stwierdzić, że luka ta występuje także w polskim systemie finansowym¹⁰.

Dość powszechnie przyjmuje się, że podstawową rolę w niwelacji luki kapitału własnego odgrywać mogą (i powinny) fundusze inwestycyjne podwyższonego ryzyka, powszechnie określane – również w języku polskim – jako fundusze *venture capital* (czy też *private equity*; często też pojęcia te używane są łącznie). Inwestycje *venture capital* (VC) są definiowane jako kapitał udziałowy inwestowany na wczesnych etapach rozwoju przedsiębiorstwa oraz w fazie ekspansji dla uzyskania wyższej od przeciętnej stopy zwrotu rekompensującej podwyższone ryzyko takich inwestycji. Natomiast *private equity* (PE) to inwestycje średnio- i długoterminowe polegające na zakupie udziałów lub akcji przedsiębiorstw nienotowanych na rynku publicznym celem realizacji zysku poprzez przyrost wartości inwestycji¹¹. Fundusze takie, jeśli realizować będą inwestycje w małych i średnich przedsiębiorstwach na wczesnych etapach rozwoju, mogą skutecznie przyczynić się do osłabienia wpływu luki kapitału własnego na funkcjonowanie rzeczonych przedsiębiorstw.

Znaczenie funduszy PE/VC dla niwelacji luki kapitału własnego potwierdza też polityka Unii Europejskiej wobec tego sektora rynku finansowego. Już w 1988 r. uruchomiono program Seed Capital, którego istotą była refundacja nawet do 50% operacyjnych kosztów działania funduszy inwestujących we wczesne fazy rozwoju przedsiębiorstw. Program ten został obecnie zastąpiony kilkoma innymi programami: Seed Capital CREA, I-TEC, ETF Start-up. Obok ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału, celem tych programów jest również powołanie w państwach członkowskich sieci funduszy tzw. zasiewowych¹². W 1998 r. Komisja Europejska przyjęła Plan działań wobec kapitału podwyższonego ryzyka (Risk Capital Action Plan), mający na celu stworzenie paneuropejskiego rynku *venture capital*. Plan zakładał dzia-

⁹ I. Fałat-Kilijańska, *Źródła kapitału funduszy private equity działających w Polsce*, w: *Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej*, t. IV, red. J. Czekał, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2004, s. 337.

¹⁰ Zob. Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych – Rocznik 2004, Warszawa 2004, s. 7.

¹¹ Por. definicje European Private Equity and Venture Capital Association, <http://www.evca.com>

¹² P. Tamowicz, *Polityka wobec sektora venture capital*, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych – Rocznik 2002, Warszawa 2002, s. 34-36.

łania obejmujące zmiany regulacyjne, promocje przedsiębiorczości oraz rozwój sieci tzw. aniołów biznesu (prywatnych inwestorów indywidualnych).

Obserwacje rozwoju finansowania polskich przedsiębiorstw przez fundusze *private equity* i *venture capital* wskazują jednak, że fundusze ograniczają swoje działania inwestycyjne do faz rozwoju przedsiębiorstw bliższych dojrzałości, kiedy to ryzyko inwestycyjne jest już znacznie niższe niż w fazach początkowych¹³. Nie dostarczają więc przedsiębiorstwom tzw. kapitału załazkowego, finansującego wczesne fazy rozwoju. Cennym źródłem danych jest tu Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych (PSIK) – organizacja branżowa, do której należą obecnie 52 firmy – 30 członków zwyczajnych, którymi są przedstawiciele firm zarządzających funduszami *private equity/venture capital* i 22 członków wspierających – firm prawniczych i konsultingowych, także banków współpracujących z sektorem PE/VC. Członkowie zwyczajni reprezentują fundusze zarządzające kapitałem o łącznej wartości ponad 18 mld PLN (4,5 mld euro). W ich portfelach inwestycyjnych znajduje się obecnie ponad 250 polskich spółek i ponad 70 spółek w innych krajach Europy Środkowej¹⁴. Jednak nakłady ponoszone na inwestycje PE/VC w Polsce wyniosły w 2003 r. jedynie 0,098% w stosunku do PKB, podczas gdy w Europie wskaźnik ten kształtuje się na poziomie 0,284%¹⁵.

Członkowie PSIK zainwestowali do tej pory w ponad 400 polskich spółek, jednakże ciekawy jest fakt, iż samo Stowarzyszenie uznaje brak inwestycji w spółki na początkowym etapie rozwoju za jedną z podstawowych barier dla rozwoju rynku PE/VC w Polsce¹⁶. Potwierdza to tezę o ograniczaniu polityki inwestycyjnej przez fundusze działające w naszym kraju do faz rozwoju przedsiębiorstw bliższych dojrzałości. Brakuje więc inwestorów łagodzących efekty zjawiska luki kapitału własnego dla polskich małych i średnich przedsiębiorstw na wczesnych etapach ich rozwoju.

Drugą lukę systemu zasilania kapitałowego przedsiębiorstw można wiązać z problemem zdolności kredytowej małych przedsiębiorstw. Liczne badania empiryczne prowadzone w USA oraz w Europie Zachodniej wskazują na niedostateczną wiarygodność kredytową jako charakterystyczną cechę małego i średniego przedsiębiorstwa. Przyczyn takiego stanu rzeczy jest wiele. Jedną z nich jest brak możliwości przedłożenia odpowiednich zabezpieczeń kredytu, inne to: stosunkowo krótki średni okres istnienia takich przedsiębiorstw¹⁷, styl zarządzania czy „uproszczona księgowość”, co utrudnia możliwość właściwej analizy stanu oraz prognozy ich przyszłej sytuacji finansowej. Małe i średnie przedsiębiorstwo odznacza się zazwyczaj niższym poziomem wiarygodności kredytowej.

Problem zdolności kredytowej małego i średniego przedsiębiorstwa był przedmiotem licznych badań. Impulsem dla wielu z nich była zaprezentowana w 1957 r. teoria dyskryminacji kredytowej małych i średnich przedsiębiorstw

¹³ Por. J. M. Gryko, op. cit., s. 253; J. Grzywacz, A. Okońska, *Venture capital o potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005, s. 75-79.

¹⁴ Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych – Rocznik 2004, Warszawa 2004, s. 13.

¹⁵ Ibidem, s. 7.

¹⁶ Ibidem.

¹⁷ Por. M. Jerzemowska, *Nadzór korporacyjny*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne S.A., Warszawa 2002, s. 13.

J. K. Galbrigha¹⁸. Wysunął on tezę, że w warunkach oligopolistycznego rynku i restrykcyjnej polityki banku centralnego, małe i średnie przedsiębiorstwa są dyskryminowane w zakresie dostępności do kredytu bankowego. Polityka pieniężna państwa, zmierzająca do ograniczania inflacji, dotyka w świetle tej teorii bardziej małe podmioty, narażając je w większym stopniu na ryzyko od-mowy kredytowania.

Teza J. K. Galbrigha została poddana licznym próbom weryfikacji. Nie zgodzili się z nią G. L. Bach i C. J. Huizenga oraz A. H. Maltzer, z którymi J. K. Galbright prowadził polemikę. Wyniki badań potwierdzające i posze-rzające o nowe wątki tezę o dyskryminacji kredytowej małych i średnich przed-siębiorstw przedstawili między innymi: J. W. Christian, F. K. Mazek oraz W. L. Silber, M. E. Polakoff, a także E. W. Davis i K. A. Yeomans. Ci ostatni, analizując system przyznawania kredytów, stwierdzili, iż kryteriami wiary-godności kredytowej dużego przedsiębiorstwa były głównie jego wielkość i na-zwa¹⁹. Badacze zajmujący się tą problematyką wskazują na zdecydowanie większe możliwości dużych podmiotów w pozyskiwaniu źródeł finansowania, a zatem można mówić o ich większej swobodzie finansowania w stosunku do małych i średnich przedsiębiorstw.

Bez przeprowadzenia bardzo wnikliwych i szerokich badań nie można przesądzać o istnieniu „dyskryminacji kredytowej” małych przedsiębiorstw w Polsce. Trudno dziwić się bankom, że odmawiają kredytowania firm o krótkim okresie działalności, które nie są w stanie przedstawić odpowiednich zabezpieczeń. Banki stoją wszakże na straży lokat powierzonych im przez inwestorów oraz działają na rzecz osiągnięcia jak największej nadwyżki dla akcjonariuszy. W tym świetle można wskazać, że głównym problemem małych przedsiębiorstw jest brak kapitału własnego, który pozwoliłby na podniesienie wiarygodności kredytowej i poszerzył możliwości pozyskania kapitału obcego, a więc efekt opisanej wyżej luki kapitału własnego i braku (szczególnie na ryn-ku polskim) inwestorów łagodzących efekty tej luki.

Luka występuje też na poziomie dostępu przedsiębiorstw do publicznego obrotu papierami wartościowymi. Jak stwierdza raport Narodowego Banku Polskiego, w rozwiniętej gospodarce rynkowej istotnym źródłem finansowania przedsiębiorstw jest emisja akcji i zbywalnych instrumentów dłużnych. Pomimo osiągniętych w latach dziewięćdziesiątych sukcesów w tworzeniu infrastruktury rynku kapitałowego nie można uznać, by obecny stopień jego wykorzystania przez przedsiębiorstwa był zadowalający²⁰.

Podsumowując opisane zjawiska, można podjąć próbę określenia – na pod-stawie dedukcji – znaczenia zidentyfikowanych luk w systemie zasilania kapi-tałowego wpływających na funkcjonowanie przedsiębiorstw w różnych fazach rozwoju, co przedstawiono na poniższym schemacie.

¹⁸ J. Galbright, *Market Structure and Stabilization Policy*, „The Review of Economics and Statistics” 1957, nr 34.

¹⁹ Opis rozwoju badań dotyczących teorii dyskryminacji kredytowej małych i średnich przedsiębiorstw na podstawie: T. Łuczka *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie. Wybrane aspekty mikro- i makroekono-miczne*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2000, s. 86–92.

²⁰ *Wybrane determinanty rozwoju...*, s. 4.

Tabela 1

Znaczenie luk w systemie zasilania kapitałowego jako barier dla funkcjonowania przedsiębiorstw w kolejnych fazach rozwoju

Zjawisko	Fazy rozwoju przedsiębiorstwa							Okrzepnięcie (IPO)	Dojrzałość
	Zasiewy	Start	I	II	III	IV			
Luka kapitału własnego	+ / +++	+++	+++	++	++	+			
Problem zdolności kredytowej	+	++	++	+++	+++	++	+		
Luka w dostępie do obrotu publicznego				+	+	++	+++	++	

+++ duże znaczenie czynnika jako bariery rozwoju,

++ średnie znaczenie czynnika jako bariery rozwoju,

+ małe znaczenie czynnika jako bariery rozwoju.

Źródło: opracowanie własne.

Luka kapitału własnego na etapie zasiewów może mieć znaczenie małe lub bardzo duże, w zależności od rodzaju organizowanej działalności gospodarczej. Istotna będzie wtedy, gdy przedsiębiorca opracowuje nowy, innowacyjny produkt i musi ponieść nakłady na badania, rozwój produktu (technologii) czy prototypowanie. Na etapie startu i w pierwszym etapie wzrostu luka kapitału własnego bardzo silnie ogranicza rozwój przedsiębiorstwa. Jej znaczenie słabnie w miarę wzrostu zdolności przedsiębiorstwa do generowania dodatnich przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej; luka praktycznie przestaje oddziaływać na firmy znajdujące się w fazie okrzepnięcia (gotowe do pierwszej oferty publicznej).

Luka zdolności kredytowej ma nikłe znaczenie w fazie zasiewów, gdyż przedsiębiorcy właściwie nie mają intencji korzystania z kredytów na tym etapie. Jej znaczenie rośnie w fazie startu i I fazie wzrostu, osiągając apogeum w fazie II i III. Faza IV to już przedsiębiorstwo o rosnącej zdolności kredytowej, a więc znaczenie omawianej luki słabnie.

Luka w dostępie do obrotu publicznego zaczyna mieć znaczenie na II i III etapie wzrostu, ponieważ właściwie wtedy najwcześniej przedsiębiorstwo mogłoby liczyć na udany debiut na rynku publicznym; niewielu więc przedsiębiorców będzie dążyło do upublicznienia firmy w tym okresie. Znaczenie luki rośnie w fazie IV, osiągając apogeum w fazie okrzepnięcia, gotowości do udanego debiutu na rynku publicznym. Jest to jedyna luka, której wpływ przenosi się również na fazę dojrzałości przedsiębiorstwa.

V. SKUTKI ISTNIENIA LUK W SYSTEMIE ZASILANIA FINANSOWEGO PRZEDSIĘBIORSTW

Istnienie opisanych zjawisk w systemie finansowym będzie mieć daleko idące skutki dla funkcjonowania przedsiębiorstw, szczególnie małych i średnich, na wczesnych etapach ich rozwoju. Oczywistym efektem istnienia opisanych luk jest dysponowanie przez przedsiębiorstwa kapitałem mniejszym od

zapotrzebowania. Ogólnie rzecz biorąc, powoduje to obniżenie tempa rozwoju przedsiębiorstwa, a widoczne to jest w ograniczeniu skali inwestycji, opóźnieniach we wprowadzaniu nowych technologii, wolniejszym od możliwego tempie ekspansji rynkowej. Osłabia to konkurencyjność przedsiębiorstw.

Luki w systemie zasilania kapitałowego przedsiębiorstw sprawiają też, że strategia finansowania przedsiębiorstw funkcjonujących w segmencie objętym luką będzie odbiegać od optimum, jakie mogłoby zostać osiągnięte przy większej dostępności kapitału. W efekcie kompozycja źródeł finansowania (struktura kapitału) również będzie odbiegać od optymalnej²¹ – mniej pożądana, ale łatwiej dostępne źródła finansowania zastępować będą korzystniejsze, które nie są dla przedsiębiorstwa dostępne. Może to prowadzić do zwiększenia poziomu ryzyka działalności przedsiębiorstwa, a nawet do powstania patologii w skali całej gospodarki, jaką są zatory płatnicze powstające pomiędzy przedsiębiorstwami.

Jednym z takich zastępczych źródeł finansowania o dość wysokiej dostępności jest leasing. Jego wykorzystanie wiąże się z wyraźnymi konsekwencjami dla poziomu ryzyka prowadzonej działalności gospodarczej. Wynika to z faktu, że opłaty leasingowe mają dla leasingobiorcy charakter kosztu stałego. W zarządzaniu finansami ryzyko związane z działalnością firmy często dzieli się na ryzyko działalności gospodarczej (ryzyko operacyjne) oraz ryzyko finansowe. Ryzyko działalności gospodarczej wynika z niepewności co do wyników firmy osiąganych w przyszłości, w odniesieniu do zyskowności aktywów (lub zyskowności kapitału własnego przedsiębiorstwa niekorzystającego z finansowania zadłużeniem). Im silniej wskaźniki zyskowności reagują na zmianę w poziomie sprzedaży, tym większe jest ryzyko operacyjne przedsiębiorstwa. Poziom ryzyka operacyjnego jest determinowany przede wszystkim udziałem kosztów stałych w kosztach działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. Im wyższy będzie poziom kosztów stałych firmy, tym silniejsze będą zmiany zysku operacyjnego wskutek zmian w wielkości sprzedaży i w efekcie większe będzie ryzyko działalności gospodarczej przedsiębiorstwa²². Stosowanie leasingu jako źródła finansowania we wczesnych fazach działalności małych i średnich przedsiębiorstw będzie więc dodatkowo podnosić poziom ryzyka prowadzonej przez nie działalności gospodarczej.

Można też stwierdzić, że efektem istnienia wspomnianych luk jest zjawisko nadużywania kredytu kupieckiego. W ostatnich latach wyraźnie można zaobserwować, że na rynku towarów i usług dominującą pozycję uzyskują odbiorcy. Stąd też między innymi rosnące możliwości zaciągania kredytu kupieckiego.

Kredyt kupiecki już od kilku lat stanowi około 50% ogółu zobowiązań krótkoterminowych przedsiębiorstw w Polsce. Jego dominująca pozycja w strukturze źródeł krótkoterminowego finansowania wynika z jednej strony z trudności

²¹ Autorzy przyjmują założenie, że pewne kompozycje źródeł finansowania mogą służyć realizacji celów przedsiębiorstwa lepiej niż inne, a więc istnieje optymalna struktura kapitału, którą przedsiębiorstwo może osiągnąć. Luki w systemie zasilania kapitałowego przedsiębiorstw powodować będą odchylenie rzeczywistej struktury kapitału w przedsiębiorstwach od struktury potencjalnie optymalnej – osiągalnej, gdy brak rzeczonych luk.

²² Por. J. M. Gryko, *Ryzyko operacyjne i finansowe w strategii działania nowopowstającego przedsiębiorstwa innowacyjnego*, w: *Trans '03: wspólna Europa – innowacyjność w działalności przedsiębiorstwu*, red. H. Brdulak, T. Gołębiowski, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2003, s. 165. Wnioski prezentowane przez autorkę mają w dużym stopniu zastosowanie do ogółu przedsiębiorstw znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju.

przedsiębiorstw w pozyskiwaniu innych źródeł finansowania (łatwa dostępność kredytu kupieckiego w relacji do innych źródeł) oraz z jego atrakcyjności wyrażającej się w nieodpłatności oraz elastyczności²³.

Dlatego też kredyt kupiecki jest w większym stopniu wykorzystywany przez małe niż przez średnie i duże przedsiębiorstwa. Brak pełnej swobody finansowania małych przedsiębiorstw w zakresie pozyskiwania kapitału własnego i kredytu bankowego stanowi istotną przyczynę większego wykorzystania w tej grupie podmiotów zobowiązań krótkoterminowych – w tym kredytu kupieckiego – jako najłatwiej dostępnych²⁴. Udział kredytu kupieckiego w pasywach małych przedsiębiorstw w Polsce w 2000 r. wynosił 22,33% i był o ponad 8 punktów procentowych (o ponad 56%) wyższy niż w przypadku przedsiębiorstw dużych. Znaczenie kredytu kupieckiego dla małych przedsiębiorstw dobrze obrazuje relacja wartości kredytu kupieckiego do krótkoterminowego kredytu bankowego. Wskaźnik ten wynosił w 2000 r. w małych przedsiębiorstwach 3,31, w średnich 2,25, a w dużych 2,21²⁵.

W związku z brakiem kapitału stałego (własnego i obcego długoterminowego) w większości działów gospodarki znacznie dłuższy rzeczywisty termin spłaty zobowiązań z tytułu zaciągniętego kredytu kupieckiego występuje w grupie przedsiębiorstw małych. Na dłuższe terminy płatności w małych przedsiębiorstwach mogą wskazywać także badania przeprowadzone przez pracowników Katedry Zarządzania Przedsiębiorstwem Szkoły Głównej Handlowej²⁶. Sytuacja taka nie występuje jednak w przypadku branż, w których przedsiębiorstwa są finalnymi dystrybutorami dóbr, zwłaszcza w handlu. W tych przypadkach dłuższe rzeczywiste terminy regulowania zobowiązań występują w dużych przedsiębiorstwach.

Kredyt kupiecki może być korzystny dla obu stron transakcji: dla dostawcy, który wykorzystuje go jako instrument wspierania sprzedaży i liczy na wzrost (lub utrzymanie) wielkości obrotów, oraz dla nabywcy, który pozyskuje atrakcyjne źródło finansowania działalności bieżącej. Harmonia tej współpracy może jednak zostać zburzona w przypadku narzucania warunków płatności w sytuacji, gdy dostawca jest uzależniony od odbiorcy lub w przypadku nadużywania kredytu kupieckiego przez odbiorców poprzez nieterminowe regulowanie zobowiązań.

Pierwsza sytuacja związana jest z monopolistyczną sytuacją na rynkach zbytu towarów i usług. Dostawcy o niskiej zdolności do pozyskiwania kapitału stałego oraz o małych możliwościach dywersyfikacji źródeł zbytu tracą możliwości sprzedaży, a zatem trwania i rozwoju.

Tak jak już wyżej wskazano, handel jako finalny dystrybutor dóbr ma uprzywilejowaną pozycję w pozyskiwaniu kredytu kupieckiego od producentów pragnących sprzedać swój towar na konkurencyjnym rynku. Można nawet mówić nie tyle o negocjowaniu, ile o narzucaniu warunków dostaw producen-

²³ Porównaj z badaniami i wnioskami przedstawionymi w: J. Kubiak, *Hierarchia źródeł krótkoterminowego finansowania przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2005, s. 103-117.

²⁴ *Ibidem*, s. 73-117.

²⁵ Obliczenia własne na podstawie danych zakupionych w GUS w Warszawie. Za małe przedsiębiorstwa przyjęto podmioty zatrudniające mniej niż 50 pracowników, za średnie mniej niż 250 pracowników.

²⁶ *Zarządzanie małym i średnim przedsiębiorstwem. Uwarunkowania europejskie*, red. M. Strużycki, Difin, Warszawa 2002, s. 263-264.

tom oraz innym pośrednikom w łańcuchu dostaw²⁷. Siła tego zjawiska zależeć będzie od wielkości firmy handlowej – od możliwości sprzedaży określonej ilości towaru.

Z kolei nieterminowe regulowanie zobowiązań może przyczynić się do powstania zatorów płatniczych w danym łańcuchu dostaw w branży czy nawet w gospodarce. Fakt opóźnienia w regulowaniu zobowiązań z tytułu dostaw i usług może z jednej strony wynikać z braku środków w przedsiębiorstwie na ich terminowe regulowanie (brak płynności), a z drugiej być wynikiem świadomej polityki przedsiębiorstwa finansowania działalności nieodpłatnym kredytem kupieckim, polegającej na pozaumownym przedłużeniu płatności za dostawy mimo posiadanych środków na spłatę zobowiązań. Strategia taka może przynosić rezultaty w zakresie polityki minimalizacji kosztów finansowania, jeżeli odbiorca nie płaci odsetek za opóźnienia. Taka sytuacja występuje przede wszystkim wtedy, gdy odbiorca ma dominującą pozycję w stosunku do dostawcy.

Wyniki badań prowadzonych przez J. Kubiaka na 361 przedsiębiorstwach w latach 1995-2000 wskazują na pogorszenie się terminowości regulowania kredytu kupieckiego w Polsce. Przeciętna wartość wskaźnika nieprzeterminowanych zobowiązań z tytułu dostaw i usług dla ogółu badanych przedsiębiorstw w 2000 r. (75,27%) była w stosunku do 1995 r. (82,21%) niższa o około 7 punktów procentowych. Warte uwagi jest także to, że wskaźnik udziału zobowiązań przeterminowanych powyżej 60 dni wynosił aż 6,8%²⁸.

Większy procent zobowiązań przeterminowanych występuje częściej w przypadku tych przedsiębiorstw, w których udział kapitału stałego jest na niższym poziomie niż przeciętny dla branży. Można przypuszczać, że sytuacja taka nie zawsze jest wynikiem świadomego wyboru, lecz koniecznością wynikającą z braku dostępu do innych źródeł lub braku możliwości wynegocjowania korzystniejszych warunków kredytu kupieckiego. Przedsiębiorstwa te znajdują się w sytuacji wysokiego ryzyka utraty płynności.

Wypełnianie zapotrzebowania na kapitał obrotowy przedsiębiorstwa zobowiązaniami przeterminowanymi nie jest zjawiskiem korzystnym dla systemu finansowego. Przyczynia się to do rozszerzania zatorów płatniczych w polskiej gospodarce. W niektórych rodzajach działalności dezorganizują one proces rozliczeń między przedsiębiorstwami. Dostawcy, którzy nie otrzymują od odbiorców zapłaty w terminie, sami mogą nie posiadać środków na zapłatę swoich zobowiązań i spowodować zahamowania w dalszych rozliczeniach. Zapoczątkowany raz proces rozszerza się niejako samorzutnie i dezorganizuje sytuację finansową coraz większej liczby przedsiębiorstw²⁹. Istnienie takich zatorów należy więc uwzględnić przy przedstawianiu znaczenia źródeł krótkoterminowego finansowania jako czynnika destabilizującego płynność i powodującego nadużywanie kredytu kupieckiego przez przedsiębiorstwa³⁰. O wadze tego problemu w utrzymaniu płynności przez przedsiębiorstwa w Polsce świadczą

²⁷ J. Kubiak, *Znaczenie źródeł krótkoterminowego finansowania przedsiębiorstw handlowych*, w: *Finanse, banki i ubezpieczenia w Polsce u progu XXI wieku*, t. V, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2000, s. 200 i n.

²⁸ J. Kubiak, *Hierarchia...*, s. 125-128.

²⁹ Por. E. Czerwińska, M. Jaślar, *Pokrycie finansowe majątku produkcyjnego*, w: *Finanse*, red. E. Czerwińska, J. Wierzbicki, PWN, Warszawa 1980, s. 395, 396.

³⁰ Por. J. Kubiak, *Hierarchia...*, s. 125-129.

wyniki badań przedstawione w raporcie: „Płynność finansowa polskich przedsiębiorstw w okresie transformacji gospodarki”³¹. W pracy tej wskazano, że mimo wielu zmian zmierzających w kierunku urynkowienia gospodarki, w jej strukturach pozostało wiele elementów odziedziczonych z przeszłości, m.in. właśnie wysoki poziom zatorów płatniczych. W latach dziewięćdziesiątych pojawiła się kategoria „wielkich dłużników” oraz całych branż, które głównie ze względu na ich deficytowość popadły w pułapkę zadłużenia. Urszula Wojciechowska wskazuje, że „stosowane przez niektóre przedsiębiorstwa strategie finansowania się kosztem dostawców doprowadziły do zachwiania makroekonomicznych proporcji, których zachowanie jest niezbędne dla utrzymania dobrego stanu płynności płatniczej w skali całego gospodarstwa narodowego”³².

Na podstawie przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że w obliczu ograniczonej zdolności do pozyskiwania kapitału stałego przez małe przedsiębiorstwa, duże znaczenie mają dla nich zobowiązania krótkoterminowe, a szczególnie kredyt kupiecki. Kredyt ten stanowi w pewnym zakresie narzędzie redystrybucji w gospodarce kapitału stałego (głównie własnego) pozyskiwanego przez duże przedsiębiorstwa.

Szybki rozwój faktoringu, zauważalny w ostatnich latach³³, wynika po części także z opisanej wyżej sytuacji trudności w pozyskaniu kapitału przez przedsiębiorstwa. Faktoring jest źródłem krótkoterminowego finansowania działalności, które może być wykorzystywane przez przedsiębiorstwa o niskim wyposażeniu w kapitał własny i mające ograniczony dostęp do kapitału obcego, a w szczególności kredytu bankowego.

Istotą faktoringu jest jego funkcja finansowa. W przypadku faktoringu właściwego (pełnego) następuje definitywne przeniesienie wierzytelności przez faktoranta na faktora z przejęciem ryzyka niewypłacalności przez faktora. Faktor wypłaca należność, nawet gdy dłużnik nie płaci swoich zobowiązań. W przypadku faktoringu niewłaściwego (niepełnego) faktor nie przejmuje ryzyka niewypłacalności dłużnika, udzielając przedsiębiorstwu kredytu na czas pozostający do upływu terminu płatności.

Rynek faktoringu jako źródła finansowania nie jest obwarowany barierami prawnymi, jak w przypadku kredytów bankowych (zdolność kredytowa). W obliczu braku kapitału własnego faktoring powinien być więc atrakcyjnym źródłem finansowania dla małych i średnich przedsiębiorstw. Niestety, wykorzystanie faktoringu przez te grupy przedsiębiorstw³⁴ napotyka trudności związane z:

– zdecydowaną przewagą faktoringu niewłaściwego, a więc zasadniczo polegającego na udzielaniu kredytu faktoringowego, co nie ułatwia małym i średnim firmom dostępu do kapitału, m.in. ze względu na bariery proceduralne oraz na zwracanie przez faktorów uwagi na sytuację ekonomiczną przedsiębiorstw korzystających z usług faktoringowych, a nie ich dłużników;

³¹ *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstw w okresie transformacji gospodarki*, red. U. Wojciechowska, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2001.

³² *Ibidem*, s. 42.

³³ Szerzej na ten temat: M. Tokarski, *Faktoring w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 166-170.

³⁴ Z badań przeprowadzonych przez instytuty badawcze wynika, że w Polsce z faktoringu korzysta tylko 1,5% małych przedsiębiorstw oraz 4% przedsiębiorstw średnich. Zob. J. Grzywacz, *Faktoring*, Difin, Warszawa 2001.

- wysokimi progami obrotu towarowego, od którego gotowe są świadczyć usługi faktoringowe³⁵;
- kosztami faktoringu³⁶;
- wprowadzaniem przez wielkich odbiorców (sieci handlowe, duże firmy budowlane) do umów handlowych zakazu cedowania wierzytelności.

VI. PRZYCZYNY ISTNIENIA LUK – PRÓBA DIAGNOZY

Zdaniem autorów, jednym z ważniejszych problemów wpływających na istnienie wskazanych luk w systemie zasilania kapitałowego przedsiębiorstw jest problem poczucia niezależności właściciela małego przedsiębiorstwa, który może mieć wpływ na pozyskiwanie zewnętrznego kapitału własnego oraz kredytu bankowego.

Mniejsze wykorzystanie kredytów bankowych przez małe przedsiębiorstwa może wynikać z poglądów właścicieli na kwestię zaciągania kredytów, którzy dążą do zachowania swojej niezależności. Na podstawie ponawianych, wieloletnich badań wnioski takie przedstawił K. Oelschläger³⁷. Doszedł on do wniosku, że skłonność do finansowania kredytem bankowym jest uzależniona od wielkości przedsiębiorstwa oraz od wieku, wykształcenia i „ogólnej mentalności” („hazardowej”, „racjonalnej” lub „tradycyjnej”) jego właściciela. K. Oelschläger stwierdził, że negatywna postawa wobec kapitału obcego jest zjawiskiem częstszym w małych niż w dużych przedsiębiorstwach. Jako przyczynę takiego stanu rzeczy wymienia chęć małego przedsiębiorcy do zachowania prawnej i ekonomicznej niezależności. Podobna postawa małego przedsiębiorcy może wystąpić także w przypadku możliwości powiększenia kapitału własnego poprzez pozyskanie go z zewnątrz³⁸. Właściciel niechętnie sięga więc po kapitał z zewnętrznych źródeł, preferując finansowanie zyskiem zatrzymanym czy kredytem kupieckim, z powodu chęci utrzymania prawnej i ekonomicznej samodzielności.

Brak kapitału własnego małych przedsiębiorstw wynika między innymi z braku dostępu do rynku kapitałowego i ogólnego braku oszczędności. Powodem takiego stanu rzeczy może być także, wskazywana wyżej, niechęć drobnych właścicieli do tworzenia spółek, łączenia kapitałów w formie wspólnego przedsięwzięcia czy przyzwolenia na *venture capital*. Teorią mentalności kredytowej małego przedsiębiorcy, odnoszącą się do poczucia jego niezależności i związanego z tym stylu zarządzania, można więc uzasadnić niechęć do dzielenia się władzą, jaka wynika z prawa własności. Chęć utrzymania niezależności właściciele małych firm mogą realizować poprzez większe wykorzystanie kredytu kupieckiego. Pewne problemy mogą tu wynikać z rozwiązań prawa upadłościowego, naświetlenie tej kwestii wymagałoby jednak odpowiednich badań.

Bariery funkcjonowania rynku PE/VC, a tym samym przyczyny braku w systemie finansowym działań osłabiających efekty luki kapitału własnego,

³⁵ J. Iskra, *Faktoring, czyli sposób na wierzytelności*, „Gazeta Wyborcza” z 11.02.2003 r.

³⁶ Ze względu na znaczne koszty stałe źródło to poleca się przedsiębiorstwom o obrotach ok. 5 mln zł.

³⁷ K. Oelschläger, *Das Finanzierungsverhalten der westdeutschen Handwerker*, Köln-Opladen 1969, za: T. Łuczka, op. cit., s. 50-54.

³⁸ Por. J. Węclawski, *Venture capital*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 119-122.

to przede wszystkim nikle finansowanie funduszy PE/VC z krajowych źródeł, bariery prawno-administracyjne, podatkowe, ograniczone możliwości dezinvestycji w warunkach słabego rozwoju publicznego rynku kapitałowego, brak zaangażowania państwa na rynku VC, wreszcie brak wiedzy u przedsiębiorców, a także ich obawy co do podjęcia współpracy z inwestorami PE/VC³⁹.

Udział krajowych źródeł w finansowaniu funduszy PE/VC wynosi ok. 3%, w porównaniu do 50% przeciętnego udziału w „starych“ krajach UE⁴⁰. Przyczyną jest tu w dużym stopniu zachowawcza polityka inwestycyjna inwestorów instytucjonalnych, zwłaszcza ubezpieczycieli i funduszy emerytalnych – nie korzystają oni w znaczącym stopniu z możliwości inwestowania w omawianych segmentach rynku finansowego. Pośrednio wskazuje na to fiasko publicznej emisji certyfikatów pierwszego w Polsce funduszu funduszy⁴¹.

Ograniczone możliwości dezinvestycji poprzez przeprowadzenie pierwszej oferty publicznej (IPO) w warunkach słabego rozwoju publicznego rynku kapitałowego zmusza fundusze do korzystania z innych sposobów wycofania się z inwestycji, w tym sprzedaży posiadanych udziałów inwestorowi branżowemu, co często zniechęca przedsiębiorców do współpracy z inwestorami PE/VC.

W większości krajów, w których funkcjonują znaczące rynki prywatnych inwestycji kapitałowych, ich rozwój wspomagany był przez państwo. Zakres działań, które mogą być w tym zakresie podejmowane, jest bardzo szeroki, od bezpośredniego angażowania się agend państwowych jako dostarczyciela kapitałów, przez pożyczki i dotacje dla funduszy prywatnych, po programy ulg podatkowych, czy wreszcie działania o charakterze regulacyjnym, takie jak tworzenie odpowiednich form prawnych dla działalności inwestycyjnej PE/VC. Zaangażowanie czynników publicznych w Polsce, choć rosnące, jest nadal przez branżę PE/VC oceniane jako niedostateczne.

Wielu autorów wskazuje na duże znaczenie ograniczeń występujących po stronie samych przedsiębiorców, szczególnie ich ograniczonej wiedzy co do możliwości i zasad współpracy z funduszami PE/VC. Wiele obaw i nieporozumień dotyczy charakteru inwestycji, udziału funduszu w zarządzaniu i kontroli nad przedsiębiorstwem, kompetencji decyzyjnych, a także strategii wyjścia funduszu. Obawy budzą też kontrakty przewidujące finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa etapami, pod warunkiem osiągnięcia określonych wskaźników ekonomicznych. Przedsiębiorcom brak też świadomości, jakie są oczekiwania funduszy wobec nich.

Zagadnieniu luki na poziomie dostępu przedsiębiorstw do publicznego obrotu papierami wartościowymi poświęcone jest badanie zrealizowane przez Narodowy Bank Polski przy współudziale Komisji Papierów Wartościowych i Giełd oraz Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA dotyczące zakresu i uwarunkowań organizacyjno-prawnych finansowania przedsiębiorstw na krajowym rynku akcji i instrumentów dłużnych⁴². Podstawowe ustalenia bada-

³⁹ Szczegółowy opis wspomnianych barier przedstawiają J. Grzywacz, A. Okońska, *Venture capital o potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005, s.119-144.

⁴⁰ J. Rogoziński, *Bariery rozwoju rynku private equity/venture capital w Polsce*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2003, nr 7, s. 21.

⁴¹ Zob. P. Sieradzan, *Copernicus nie zebrał środków*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005, nr 2, s. 41.

⁴² *Wybrane determinanty rozwoju...*, s. 4.

nia wskazują, że istotną barierą rozwoju rynku akcji i publicznego rynku obligacji przedsiębiorstw są koszty finansowe wejścia na rynek (np. koszty usług konsultingowych). Duże znaczenie ma także bariera kosztów finansowych i niefinansowych związanych ze zwiększeniem przejrzystości przedsiębiorstwa – zapewnienie realizacji wymogów informacyjnych obowiązujących spółki publiczne oraz skutki tzw. efektu disclosure, czyli ujawnienia wielu kluczowych dla strategii przedsiębiorstwa informacji, co może wpłynąć na osłabienie pozycji konkurencyjnej firmy. Czynnikiem budzącym obawy potencjalnych emitentów są też rozwiązania prawopodatkowe, ale nie jest to kwestia postrzegana jako bardzo istotna. Ważną barierą w rozwoju wybranych segmentów rynku kapitałowego wydaje się natomiast brak wystarczającej wiedzy o możliwościach finansowania poprzez emisję akcji i instrumentów dłużnych. Same przedsiębiorstwa nie uznają wprawdzie posiadanej wiedzy za istotną barierę, jednak nie posiadają one (a właściwie ich kadra zarządzająca) wystarczających informacji o organizacyjno-prawnych aspektach emisji i kosztach wejścia na rynek.

Trzeba też zwrócić uwagę na fakt, że poszczególne luki systemu zasilania kapitałowego mogą na siebie wpływać. Oparcie finansowania majątku w dużym stopniu na kredycie kupieckim powoduje obniżenie wskaźników płynności finansowej, ograniczając zdolność kredytową przedsiębiorstwa i osłabiając możliwości pozyskiwania kredytów bankowych. Niska dostępność kapitału własnego również zmniejsza zdolność kredytową, z uwagi na fakt tworzenia przez kapitał własny bazy kapitałowej dla pozyskiwania kapitałów obcych. Barierą w rozwoju finansowania przedsiębiorstw przez fundusze wysokiego ryzyka jest stopień rozwoju rynku publicznego obrotu papierami wartościowymi.

VII. ZAKOŃCZENIE

Administracja państwa, realizując zadania wynikające z zasady swobody działalności gospodarczej, powinna wpływać na kształt systemu finansowego tak, aby łagodzić bariery dostępności kapitału dla przedsiębiorstw. Rozpoznanie charakteru i przyczyn luk w zasilaniu kapitałowym przedsiębiorstw umożliwia zaplanowanie skutecznych działań zaradczych. Warto tu zwrócić uwagę, że w przedstawionej próbie diagnozy przyczyn występowania luk w systemie zasilania kapitałowego przedsiębiorstw często przedstawiano zjawiska dotyczące charakterystyki samych przedsiębiorców – ich postaw wobec inwestorów zewnętrznych i wiedzy na temat źródeł finansowania i warunków ich pozyskania. Może to prowadzić do sformułowania hipotezy, że – paradoksalnie – istotnym czynnikiem osłabiającym realizację zasady swobody gospodarczej przez system finansowy państwa jest postawa przedsiębiorcy wobec tegoż systemu.

FREEDOM OF ECONOMIC ACTIVITY AND THE SYSTEM OF CAPITAL SUPPLY FOR ENTERPRISES

S u m m a r y

The external environment of an enterprise, shaped by the state, should support and facilitate the realisation of constitutional principles, including the freedom of economic activity. One of the necessary conditions for the realisation of this principle is the availability of capital resources for businesses at every stage of their development. The paper identifies the gaps existing in the system of capital supply for enterprises which limit the availability of equity capital or bank loans, or hinder the access to the market of public funding. Their impeding role as barriers for the functioning of an enterprise differs at each individual stage of the development of an enterprise. The effects of the identified gaps have been presented, including an increase in the economic activity risk resulting from the substituting of equity capital by lease, and the phenomenon of fixed capital redistribution by trade credit. Attempts to diagnose the causes of the occurrence of gaps in the capital supply system have been made to show that one of the important factors that weaken the principle of freedom of economic activity are the very attitudes of the entrepreneurs themselves.