POLITECHNIKA POZNAŃSKA

Joanna Małecka

Wykorzystywanie instrumentów rynku kapitałowego w zarządzaniu finansami mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce

Rozprawa doktorska napisana
na Wydziale Inżynierii Zarządzania
w Katedrze Przedsiębiorczości i Komunikacji w Biznesie
pod kierunkiem prof. dr hab. Teresy Łuczki
oraz promotora pomocniczego dr Przemysława Bartkiewicza

Poznań 2019

Dziękuję

***Promotorom**, Pani prof. dr hab. Teresie Łuczce i Panu dr Przemysławowi Bartkiewiczowi za wsparcie udzielone w trakcie pisania dysertacji i wiarę w moje możliwości*

***JM Rektorowi**, Panu prof. dr hab. inż. Tomaszowi Łodygowskiemu, za przywrócenie wiary w naukę i rzetelny obiektywizm*

***Rodzicom,** Adamowi i Grażynie Małeckim oraz **Babciom**, którzy obudzili we mnie pragnienie poznawania rzeczy nowych i wnikliwe postrzeganie świata*

Wasz wyjątkowy wkład uczynił wszytko możliwym

Spis treści

WSTĘP 5

ROZDZIAŁ I

ISTOTA, ROLA I BARIERY MIKRO, MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW WE WSPÓŁCZESNEJ GOSPODARCE RYNKOWEJ 13

1.1. Istota rozwoju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw 13
1.2. Rola mikro, małych i średnich przedsiębiorstw - analiza na tle wybranych wskaźników makroekonomicznych w Polsce i Unii Europejskiej 30
1.2.1. Liczba i struktura przedsiębiorstw aktywnych 34
1.2.2. Udział mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w kreacji PKB 38
1.2.3. Współczynnik przedsiębiorczości, nakłady inwestycyjne i innowacyjność miro, małych i średnich przedsiębiorstw 41
1.2.4. Liczba pracujących i udział aktywnych zawodowo w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach 49
1.2.5. Znaczenie i rola mikroprzedsiębiorstw 53
1.3. Bariery rozwoju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw 64

ROZDZIAŁ II

FINANSOWOWANIE MIKRO, MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW 71

2.1. Kryteria podziału kapitału w przedsiębiorstwie 71
2.1.1. Źródło pochodzenia i prawo własności kapitału 73
2.1.2. Czas dysponowania kapitałem i cel finansowania 79
2.2. Fundusze private equity jako alternatywne źródła finansowania mikro, małych i średnich przedsiębiorstw 98
2.3. Rynek kapitałowy jako źródło finansowania mikro, małych i średnich przedsiębiorstw 113
2.3.1. Formy prawne małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce 114
2.3.2. Charakterystyka rynku kapitałowego w Polsce 125
2.3.3. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jako potencjalne źródło finansowania małych i średnich przedsiębiorstw..... 130
2.3.4. Alternatywne platformy obrotu jako źródło finansowania mikro, małych i średnich przedsiębiorstw 139

ROZDZIAŁ III

METODYKA BADAŃ 145

3.1. Istota i zarys problematyki badawczej 145
3.2. Sposób doboru, charakterystyka próby i grupy badawczej 156
3.3. Metody i narzędzia badawcze 167

ROZDZIAŁ IV

WYKORZYSTYWANIE INSTRUMENTÓW RYNKU KAPITAŁOWEGO W ZARZĄDZANIU FINANSAMI MIKRO, MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW W ŚWIETLE BADAŃ EMPIRYCZNYCH 173

4.1 Wewnętrzne uwarunkowania wyboru źródeł finansowania związane z przedsiębiorcą …….. 173
4.1.1. Cechy przedsiębiorcy …….. 173
4.1.2 Znaczenie digitalizacji ……. 182
4.1.3 Postrzeganie barier rozwoju ……. 187
4.1.4 Umiejętność pracy z kapitałem obcym na starcie …… 192
4.1.5 Znaczenie wiedzy ……. 195
4.2 Wewnętrzne uwarunkowania wyboru źródeł finansowania związane z przedsiębiorstwem ……..... 198
4.2.1 Cechy przedsiębiorstwa …… 198
4.2.2 Wzrost przedsiębiorstwa ……. 208
4.2.3 Znaczenie internacjonalizacji …… 210
4.3 Rekomendacje wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego ….. 212

ZAKOŃCZENIE ……... 230

BIBLIOGRAFIA ……... 240

SPIS TABEL …….. 266

SPIS WYKRESÓW …….. 271

SPIS RYSUNKÓW …… 273

SPIS WZORÓW …… 274

SPIS ZAŁĄCZNIKÓW …… 275

ZAŁĄCZNIKI …….. 276

STRESZCZENIE …….. 281

Wstęp

Otoczenie gospodarcze towarzyszące przedsiębiorstwom działającym w warunkach współczesnej gospodarki rynkowej - często nazywane turbulentnym - stanowi jedną z głównych determinant wpływających na wybór metody, narzędzi i sposobu zarządzania nimi, a tym samym bezpośrednio oddziałuje na ich efektywność, zyskowność i przeżywalność. Dotyczy to wszystkich przedsiębiorstw, bez względu na wielkość, a procesy globalizacji i internacjonalizacji stanowią podstawę do zmiany obowiązujących dotychczas zasad współpracy i poszukiwania nowych, alternatywnych źródeł finansowania przedsiębiorczości. Rynek kapitałowy otwiera przed jego potencjalnymi uczestnikami nie tylko większe perspektywy rozwoju, ale również kreuje kolejne oczekiwania, cele i wymagania, które bezpośrednio implikują działania rynkowe i formę prowadzonej aktywności gospodarczej.

Zagadnienie zmiany, w tym również modelu zarządzania, wpisane jest w każdy rozwój przedsiębiorstwa. Dotyczy (1) osobowości w aspektach zarówno personalnych – osób zarządzających jak i tych, którzy są zarządzani, (2) tożsamości samych przedsiębiorstw, przez nich kreowanych, w których wspólnie powinny być tworzone idee, cele, misje i innowacyjność firm, (3) rozwoju regionów, w których są osadzone, aż do (4) istotnych zmian zachodzących w gospodarkach krajowych, wpływając na (5) ekonomię poszczególnych państw i budując tym samym (6) gospodarkę światową. Dlaczego zatem mikro, mali i średni przedsiębiorcy w Polsce unikają zmiany, będącej - poprzez odpowiedni dobór nowych, niewykorzystywanych wcześniej, a oferowanych przez rynek kapitałowy instrumentów finansowych - czynnikiem do szybszego i bardziej efektywnego rozwoju swoich przedsiębiorstw?

Małe i średnie przedsiębiorstwa działające na każdym kontynencie, są bezpośrednimi partnerami współpracującymi również z dużymi firmami i muszą nieustannie dostosowywać się do wymagań proceduralnych przez nie stawianych. Stąd ich cechy jakościowe, w tym zwinność będąca przedmiotem badań i rozważań prezentowanych w literaturze przedmiotu, stanowi o ich predyspozycjach do szybszej reakcji na przeobrażenia, zmiany i możliwości podążania, zgodnie z przyjętymi współcześnie zasadami rynkowymi. Wielkość firmy w tym aspekcie, jawi się jako zdecydowana wartość dodana, która poprzez płaskie struktury umożliwia szybsze podejmowanie decyzji i wykorzystywanie zaistniałych sytuacji rynkowych.

Zmiany strukturalne związane z działalnością MSP wyznaczają ramy rozwoju społeczno-ekonomicznego poszczególnym gospodarkom i wpływają na główne wskaźniki makroekonomiczne. Stanowiąc jednocześnie zaplecze potencjału innowacyjności, nadal

podlegają zjawisku tzw. dyskryminacji kredytowej, którą opisał J.K. Galbraith w 1957 roku i zdecydowanie trudniej im niż dużym firmom pozyskać kredyt bankowy. Stąd przedsiębiorcy finansują swoją działalność w pierwszej kolejności z kapitału własnego, a następnie z kapitału obcego. Pojawia się zatem pytanie, dlaczego tak mało przedsiębiorstw poszukuje finansowania za pośrednictwem rynku kapitałowego? Jak rozumiany jest przez nie koszt kapitału i podejmowane decyzje inwestycyjne? Występująca zależność w zakresie tych samych cech jakościowych MSP, dających im przewagę nad dużymi przedsiębiorstwami - szczególnie jeśli chodzi o szybkość dostosowywania się do rynku czy wprowadzania zmiany - w niektórych obszarach może je znacząco dyskryminować i ograniczać możliwości ekspansji gospodarczej. W Polsce małe firmy są bardziej rentowne i płynne finansowo niż średnie i duże firmy oraz charakteryzują się najwyższą dynamiką eksportu. Można by zatem założyć, iż procesy ekonomiczne umożliwiające rozwój gospodarki krajowej przebiegają prawidłowo, dając możliwość przejścia przez cykl zmiany i ewoluowania mikrofirm w małe, małym w średnie, a tym z kolei w duże przedsiębiorstwa. Okazuje się jednak, iż nie zawsze proces ten odbywa się równorzędnie z wiedzą i podejmowanymi decyzjami finansowymi, bowiem średnie przedsiębiorstwa angażują kapitał własny w jeszcze większym zakresie niż małe, wspierając jednocześnie rozwój indywidualnej przedsiębiorczości w kolejności według udziału: kredytami i pożyczkami krajowymi oraz środkami zagranicznymi.

Struktura kapitału w przedsiębiorstwie, koszt jego pozyskania i wycena wartości były przedmiotem rozważań podejmowanych w literaturze przedmiotu. Zajmowali się nim od 1958 roku Modigliani i Miller, podobnie jak cyklem życia firmy i źródłami finansowania poszczególnych faz rozwoju przedsiębiorstw. Zatem mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa preferowały zawsze wewnętrzne źródła finansowania, stawiając instrumenty rynku pieniężnego na drugim miejscu, mimo, iż napotykają na znaczące ograniczenia w pozyskiwaniu kredytów bankowych oraz wzmożoną proceduralność, związaną z mniej korzystnymi warunkami wstrzymującymi ich rozwój (wyższe marże, wymagania dotyczące dodatkowych zabezpieczeń, poziom wiarygodności kredytowej w relacji z dużymi firmami). W tak globalnym i turbulentnym otoczeniu działają zatem obecnie wszyscy mikro, mali i średni przedsiębiorcy, którym dodatkowo również procesy umiędzynarodawiania uświadamiają coraz większe wyzwania dotyczące jakości i szybkości reakcji na rosnące wymagania rynkowe i oczekiwania stawiane przez konsumentów, dla których jakość często nie jest już wystarczającym kryterium. Wieloznaczność i subiektywizm samego zagadnienia jakości, jej postrzegania i rozumienia, ciągle ewoluują, wpływając bezpośrednio na kreowanie nowych modeli zarządzania.

Samo pojęcie jakości powiązanej z doskonałością prezentował już starożytny grecki filozof Platon, porównując ją do piękna, sądu wartościującego wyrażonego przez użytkownika. Arystoteles natomiast podkreślał cechy wytworzonego produktu (usługi). Około XIII wieku o jakości świadczyła relacja z ceną. Dopiero początek XIX wieku i wprowadzenie standaryzacji zaburzyło tą zależność. Rozwój techniki zmienił spojrzenie na zagadnienie, nastąpił bowiem powrót do rozważań uwzględniający bardziej pragmatyczne podejście, w którym rynek jest ostatecznym weryfikatorem. Generał Colin Powell podkreślał: „ zarządzanie jest czymś więcej, niż uczą podręczniki zarządzania", Phil Durado, że „zasadniczo zarządzanie i przywództwo to dwa różne zagadnienia, ale menagerowie i liderzy to ci sami ludzie". Jednakże sens odzwierciedlający współczesne zarządzanie we wszystkich aspektach przedsiębiorczości, w tym i zarządzanie finansami określił Michael Porter: „opisując przywództwo biznesowe, stosujemy starożytne metafory, cytujemy starożytnych chińskich generałów i odnosimy je do biznesu. Jednakże walczenie z wrogiem to już przeszłość. Musimy pamiętać o byciu wyjątkowym, nie najlepszym".

Zmiany gospodarcze mające miejsce na przełomie lat 90-tych oraz wejście Polski do Unii Europejskiej doprowadziły do szeregu przeobrażeń w zakresie uwarunkowań kapitałowych. Mimo to mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa - wytwarzające blisko połowę PKB i tworzące 2/3 rynku pracy - napotykają na ograniczone możliwości pozyskiwania kapitału na rozwój. Współpraca z rynkiem kapitałowym, a w szczególności giełdą, będącą najważniejszą jego instytucją, umożliwia między innymi bycie wyjątkowym. Spółki notowane na giełdzie są uznawane za bardziej wiarygodne, ich status prawny stanowi miarodajną podstawę wypłacalności, a transparentność prowadzenia aktywności gospodarczej i działania marketingowe, przekonują pozostałych uczestników rynku o rzetelności poszczególnych przedsiębiorstw. Giełda stanowi alternatywne źródło finansowania, którego koszty związane z emisją akcji są porównywalne, a przy wysokiej kapitalizacji często bywają niższe od opłat, związanych z otrzymaniem kredytu czy innego instrumentu oferowanego przez rynek pieniężny. Jedną z determinant może stanowić samo zrozumienie zasad funkcjonowania rynku kapitałowego, a w szczególności giełdy, obowiązującego na niej systemu notowań oraz znaczenia indeksów giełdowych i wartości, które mimo tego, iż są upubliczniane, stanowią ciągi niezrozumiałych liczb, wyliczanych za pośrednictwem skomplikowanych równań matematycznych. Porównywalna wiedza dotycząca zasad rozliczeń bankowych i mechanizmów giełdowych wśród potencjalnych podmiotów, mogących pozyskać kapitał na rozwój za pośrednictwem giełdy - zwłaszcza wśród małych inwestorów - jest nikła. Giełda

Papierów Wartościowych w Warszawie, mimo 28 lat istnienia, jest ciągle mało wykorzystywanym źródłem finansowania przedsiębiorczości. Wiedza o rynku kapitałowym nie jest upowszechniona wśród potencjalnych emitentów zarówno należących do sektora MSP, jak i indywidualnych inwestorów, będących najczęściej właścicielami firm. I tak jak w tym przypadku wielkość przedsiębiorstwa nie stanowi determinanty ograniczającej możliwości współpracy, tak już: wiek przedsiębiorstwa, status prawny, osiągany wynik finansowy i transparentność zarządzania zdecydowanie tak. Istnieją jednak możliwości, pozyskania kapitału na rozwój zarówno z rynku pierwotnego poprzez pierwszą ofertę publiczną (IPO), lub platformę NewConnect, rynku prowadzonego poza regulowanym, w formie alternatywnego systemu obrotu, który jest dedykowany przedsiębiorstwom MSP, działającym głównie w obszarze tzw. nowych technologii, lub Catalyst, przeznaczonym do obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi.

Oferta rynku finansowego obejmuje również fundusze, będące rozwiązaniami dedykowanymi przedsiębiorstwom, które nie spełniają wymagań dopuszczenia do obrotu publicznego, będące formami inwestycji kapitałowych i skutecznym źródłem finansowania. Należą do nich fundusze private equity, których formy (seed, start-up, venture capital, growth capital, mezzaninie, replecement capital) i rodzaj finansowania, oferują szerokie możliwości wsparcia. Ze względu na warunki kreacji sposobu finansowania, jako własnego lub hybrydowego, przedsiębiorcy otrzymują dodatkowo specjalistyczne wsparcie w wymaganych i indywidulnie skoordynowanych sferach działalności gospodarczej (prawne, konsultingowe, marketingowe, itp.).

Innymi rozwiązaniami w zakresie finansowania są „Aniołowie Biznesu" będący prywatnymi inwestorami, posiadającymi adekwatne do inwestowanej branży doświadczenie, często podejmujący wysokie ryzyko angażowania własnego kapitału w przedsięwzięcia nawet we wczesnej fazie ich rozwoju, na zasadzie dzielenia udziałów. Określenie „smart money", towarzyszące tego rodzaju inwestycjom, oznacza wartości dodane, które otrzymują firmy kooperujące z aniołami biznesu: wsparcie w zarządzaniu, praktyczne empiria, kontakty biznesowe, a także fachową wiedzę i profesjonalne umiejętności (know-how, know-what, know-where, know - whom).

Na tle obserwacji rynków finansowych, analizy raportów finansowych organizacji międzynarodowych, a także studiów literatury przedmiotu daje się wyznaczyć lukę badawczą w zakresie wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego przez przedsiębiorców w

zarządzaniu finansami mikro, małych i średnich firm w Polsce. Wiąże się to z poszukiwaniem odpowiedzi na zagadnienia dotyczące:

- przyczyn niekorzystania MSP z rozwiązań rynku kapitałowego
- czynników powodujących niewielki procent liczby przedsiębiorstw funkcjonujących na rynku, poszukujących źródła finansowania na rozwój za pośrednictwem rozwiązań rynku kapitałowego
- świadomości właścicieli w zakresie działań dotyczących regulacji prawnych umożliwiających nawiązanie współpracy z rynkiem kapitałowym
- występowania zależności między wielkością przedsiębiorstwa a ograniczeniami w poszukiwaniu i wykorzystywaniu źródeł finansowania
- rozwiązań rynku kapitałowego chętnie postrzeganych przez MSP
- instrumentów rynku kapitałowego, które w opinii przedsiębiorców, mogą stać się alternatywną formą tradycyjnego źródła finansowania
- zależności pomiędzy wielkością przedsiębiorstw a wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego
- umiejętności rozróżniania rynku pieniężnego od kapitałowego i wpływu kompetencji na chęć podnoszenia wiedzy i kwalifikacji w tym zakresie
- otwartości na internacjonalizację i rolę wykształcenia w umiejętności klasyfikowania segmentów rynku finansowego.

Celem głównym dysertacji o charakterze poznawczym jest próba zbadania zmian zachodzących wśród przedsiębiorców i postrzegania przez nich możliwości oferowanych przez instytucje rynku kapitałowego, jako potencjalnego źródła pozyskiwania finansowania własnych przedsiębiorstw oraz ich wiedzy w tym zakresie, determinującej kształtowanie prowadzonej strategii finansowej, a także próba określenia trendów i zachodzących tendencji wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego w zarządzaniu finansami mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w polskich realiach gospodarczych. Podjęta została zatem próbę uzyskania odpowiedzi na pytanie, dotyczące przyczyn niskiej atrakcyjności instrumentów rynku kapitałowego w ocenie właścicieli przedsiębiorstw tej wielkości i powodów niekorzystania przez mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce ze źródeł finansowania tego typu.

Celem utylitarnym dysertacji - na podstawie przeprowadzonych badań – jest wskazanie i rekomendacja bardziej skutecznego i efektywnego wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego przez mikro, małych i średnich przedsiębiorców oraz upowszechnienie wiedzy o

możliwościach pozyskiwania skutecznego źródła finansowania wśród właścicieli przedsiębiorstw, a także decydentów formułujących cele polityki państwa i władz samorządowych na rzecz przedsiębiorstw tej wielkości w Polsce. Czyli chodzi o sformułowanie i opracowanie zależności będących celem realizacji pracy: określenia roli i barier dostępu MSP do rynku kapitałowego w Polsce.

Studia literatury przedmiotu oraz wstępne wyniki badań pilotażowych, stanowiące punkt wyjścia przeprowadzonych rozważań, doprowadziły do sformułowania hipotez badawczych, uwzględniających zarówno cechy mikro, małego i średniego przedsiębiorcy, jak i cechy zarządzanych przez nich przedsiębiorstw oraz otoczenia gospodarczego, determinującego ich zachowania w obecnym, turbulentnym otoczeniu gospodarczym jak: wykorzystywanie digitalizacji, postrzeganie barier rozwoju, gotowość do uczestniczenia w szkoleniach podnoszących kwalifikacje w zakresie rozwiązań oferowanych przez rynek kapitałowy, proporcji wykorzystywania kapitału własnego i obcego, a także znaczenia internacjonalizacji przedsiębiorstw w odróżnianiu segmentów rynku finansowego. W związku z tym sformułowano następujące hipotezy badawcze:

H1: Cechy przedsiębiorcy - płeć, wiek, poziom i profil wykształcenia - wyznaczają poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego

H2: Wzrostowi digitalizacji mikro, małych i średnich przedsiębiorstw towarzyszy wzrost umiejętności przedsiębiorców w poszukiwaniu informacji w Internecie związanych z wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego

H3: Wrażliwość właścicieli mikro, małych i średnich przedsiębiorstw na bariery funkcjonowania, wpływa na zakres wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego

H4: Przedsiębiorcy wykorzystujący na starcie w większym zakresie kapitał obcy, częściej korzystają z oferty rynku kapitałowego

H5: Gotowość podniesienia kwalifikacji i wiedzy na temat rozwiązań rynku kapitałowego rośnie z wiekiem przedsiębiorcy

H6: Cechy przedsiębiorstwa - wielkość przedsiębiorstwa, wiek, branża i zasięg rynku zbytu - wyznaczają poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego

H7: Istnieje zależność pomiędzy wzrostem mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, a wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego

H8: W miarę wzrostu internacjonalizacji mikro, małych i średnich przedsiębiorstw rośnie wykorzystywanie przez nie instrumentów rynku kapitałowego.

W pracy o charakterze teoretyczno-empirycznym wykorzystano studia literatury przedmiotu oraz wyniki badań własnych, realizowanych za pośrednictwem ankiety audytoryjnej przeprowadzonej w latach 2016-2018 na próbie 600 respondentów z Wielkopolski. Wywiady były przeprowadzone w liczbie 200 każdego roku, z podziałem na przedsiębiorców i pracujących studentów, których opinie dopełniają obrazu kompetencji i wiedzy aktywnego zawodowo społeczeństwa w zakresie odróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego. Uzasadnienie wyboru Wielkopolski, jako regionu przeprowadzenia badań zostało szczegółowo wyjaśnione w rozdziale trzecim, bowiem wyniki ekonomiczne tego województwa są szczególnie istotne dla kierunków rozwoju społeczno-gospodarczego pozostałych regionów i całej gospodarki Polski.

W niniejszej pracy zastosowano narzędzia analizy matematycznej: 5 i 7 stopniową skalę Likerta, a także: (1) test niezależności Chi-kwadrat, (1) test t-Studenta dla prób niezależnych, (3) test U Manna-Whitneya, (4) jednoczynnikową analizę wariancji w schemacie międzygrupowym (ANOVA), (5) współczynnik korelacji Pearsona, (6) iloraz wiarygodności, (7) test związku liniowego oraz (8) narzędzia analizy matematycznej. Badania empiryczne opisują zależności, jakie zaobserwowano w trakcie prowadzenia trzyletnich badań w zakresie wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego przez mikro, małych i średnich przedsiębiorców w Polsce.

Niniejsza rozprawa składa się ze Wstępu, czterech rozdziałów, prezentujących wybrane zagadnienia i aspekty wyników badań, z których każdy opisuje zagadnienia ważne z punktu widzenia późniejszych rozważań prowadzonych w poszczególnych rozdziałach, Zakończenia, bibliografii, spisu: tabel, wykresów, rysunków i wzorów, załączników i streszczenia. Konstrukcja i zakres tematyczny poszczególnych rozdziałów zostały podporządkowane sformułowanym celom dysertacji i postawionym hipotezom badawczym.

W rozdziale pierwszym opisano rolę i znaczenie mikro, małych i średnich przedsiębiorstw dla rozwoju gospodarczego Polski. Jeżeli tylko dostępność danych była wystarczająca, a ich wartość poznawcza na zadawalającym poziomie, badań i eksplikacji dokonywano od 2004 roku (momentu wejścia Polski do UE). Szczegółowej analizie poddano zagadnienie istoty i przedsiębiorczości mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, w zakresie ich liczby i struktury, z podziałem na branże działalności, udziału w wytwarzaniu PKB, a także współczynniku przedsiębiorczości i poziomu innowacji przez nie wdrażanych. Odrębny podrozdział został poświęcony mikroprzedsiębiorstwom, których liczebność w sektorze jest największa i zdecydowanie przewyższająca średnią unijną. Problematyka najmniejszych

podmiotów jest o tyle wyjątkowa, iż została wskazana w badaniach pilotażowych prez respondentów, jako występująca często w Polsce konieczność zakładania własnej działalności gospodarczej, będącą jedyną możliwą formy zatrudnienia w przypadku chęci rozpoczęcia pierwszej pracy zawodowej.

Rola finansowania mikro, małych i średnich przedsiębiorstw stanowi istotę rozdziału drugiego. Oprócz tradycyjnych form pozyskiwania źródeł finansowania, a także instrumentów zwiększających płynność finansową przedsiębiorstw, szczególną uwagę zwrócono na rozwiązania proponowane przez rynek kapitałowy, uwydatniając wartości dodane, płynące ze współpracy z główną instytucją tego rynku – giełdą, oraz możliwości, jakie daje kooperacja z funduszami private equity lub na zasadach business angels. W Polsce istnieje zarówno rynek pierwotny, dający możliwość uzyskania finansowania za pośrednictwem pierwszej oferty publicznej (IPO), jak i alternatywne platformy obrotu: NewConnect czy Catalyst, które dedykowane są małym i średnim podmiotom gospodarczym. Możliwość rozpoczęcia współpracy z tymi rynkami determinuje jednak forma prawna działalności gospodarczej, której poświęcono osobny podrozdział.

Rozdział trzeci zawiera charakterystykę problemu badawczego, szczegółowy opis doboru próby badawczej oraz metodykę badań, ze wskazaniem metod i - stosowanych do przeprowadzenia dowodów hipotez - narzędzi badawczych. Starano się w sposób szczególny uzasadnić wybór Wielkopolski do przeprowadzenia badań i wskazania ogólnego obrazu stanu wiedzy w zakresie rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego wśród przedsiębiorców i osób aktywnych zawodowo.

Istotę czwartego rozdziału stanowią wyniki badań w zakresie wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego przez mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa w Wielkopolsce. Przeprowadzone dowody w zakresie analizowanych danych pozwoliły określić postawy przedsiębiorcze badanych mikro, małych i średnich przedsiębiorców. Przeanalizowano trendy i wybory podmiotów gospodarczych w zakresie selekcji źródeł finansowania i ich wiedzy na temat rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego, w celu sformułowania ocen i możliwych rekomendacji dla kreowania polityki upowszechniania wiedzy z zakresu możliwych źródeł finansowania tak wśród przedsiębiorców jak i osób aktywnych zawodowo w Polsce.

Najważniejsze kwestie zawarte w dysertacji zostały podsumowane w Zakończeniu pracy doktorskiej, uzasadniając konieczność zwłaszcza implementacji schematu postępowania zaproponowanego w rozdziale czwartym.

Rozdział I
ISTOTA, ROLA I BARIERY MIKRO, MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW WE WSPÓŁCZESNEJ GOSPODARCE RYNKOWEJ

1.1 Istota rozwoju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw

Rozważania w obszarze mikro, małych i średnich przedsiębiorstw wymagają ujednolicenia pojęć występujących w dyskursie i literaturze przedmiotu.

Przedsiębiorstwo to „jednostka gospodarcza, trudniąca się nabywaniem lub dostarczaniem towarów w celach zarobkowych. Wedle nowożytnej teorii prawnej stanowi pewną, odrębną od osoby właściciela całość, z którą związane są liczne skutki prawne, określone ustawami natury prawno-prywatnej, administracyjnej i skarbowej" (WIEP Gutenberg, T.XIV, 1995, s.158). To „podmiot gospodarczy wyodrębniony pod względem ekonomicznym, technologicznym, organizacyjnym i prawnym, obejmujący jeden zakład produkcyjny bądź większą ich liczbę" (WEP PWN, 2004, s.414). Jak większość pojęć ciągle ewoluuje i nadal będzie przeobrażać się i dostosowywać do zmian zachodzących w gospodarce, prawie, ekonomii, a nawet w socjologii (Bielawska, 2011, s.263). Dla Oskara Langego i w literaturze traktującej o zarządzaniu, stanowi ono zespół ludzi uprawiających w sposób systematyczny działalność zarobkową (Lange, 1975, s.376; zobacz również: Lichtarski, 1999, s.19). Natomiast Tomasz Gruszecki i Jan Zieleniewski uwzględniają w swych definicjach tylko pewne cechy przedsiębiorstwa. Podkreślają działalność na własny rachunek, osiąganie korzyści w postaci zysku poprzez realizację celów, ponoszenie ryzyka i odpowiedzialności, działając zgodnie z przepisami prawa i stosunkami rynkowymi (Gruszecki, 2002, s.181-192; Gruszecki, 1989, s.125; Zieleniewski, 1976, s.91). Przy czym podejścia do zagadnienia Tomasza Gruszeckiego jest wieloaspektowe. W obszernej literaturze przedmiotu swoje zastosowanie znajdą również innowacyjność i aktywa, pozwalające na odpowiednie funkcjonowanie w otoczeniu (Łuczka & Małecka, 2017b, s.375-387; Poznańska, 2105b; Wasilczuk, 2015, s.13-25; Łuczka, 2011, s.55-70; Pacholski, Malinowski, Niedźwiedź, 2001, s.53-64; zobacz też: Martyniuk, 2009; Sudoł, 2006; Wernerfelt, 1985, s.182) czy też nawiązanie do kapitału wiedzy (Włodarkiewicz-Klimek, 2018a; Małecka, 2018c, s.485-493; Foss, 1993, s.127-144). Na uwagę zasługuje również ewolucyjna teoria przedsiębiorstwa R. Nelsona i S. Wintera, w której przedsiębiorstwo jawi się jako heterogeniczna całość, charakteryzująca się unikalną wiedzą, powstającą w sposób kumulacyjny (Nelson i Winter, 1982, s.181).

Polskie ustawodawstwo, zgodnie z art.55 KC ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 roku, mówi o przedsiębiorstwie, jako zorganizowanym zespole składników materialnych i niematerialnych przeznaczonych do prowadzenia działalności gospodarczej, obejmując w szczególności[1]: (1) wszelkie znaki indywidualizujące przedsiębiorstwo lub jego części (nazwa), (2) własność nieruchomości lub ruchomości (w tym prócz urządzeń, materiałów, towarów czy wyrobów, również inne prawa rzeczowe), (3) prawa wynikające z istniejących umów najmu i dzierżawy nieruchomości lub ruchomości oraz prawa do korzystania wynikające z innych stosunków prawnych, (4) papiery wartościowe i środki pieniężne oraz wierzytelności, (5) koncesje, licencje, zezwolenia, (6) patenty i inne prawa własności przemysłowej, (7) majątkowe prawa autorskie i majątkowe prawa pokrewne, (8) tajemnice przedsiębiorstwa, (9) księgi i dokumenty związane z prowadzeniem działalności gospodarczej. Komisja WE „za przedsiębiorstwo uważa podmiot prowadzący działalność gospodarczą bez względu na jego formę prawną. Zalicza się tu w szczególności osoby prowadzące działalność na własny rachunek, jako firmy rodzinne zajmujące się rzemiosłem lub inną działalnością, a także spółki lub konsorcja prowadzące regularną działalność gospodarczą”[2] (Komisja WE, 2004).

Kolejnym ważnym zagadnieniem determinującym omawianą problematykę jest definicja przedsiębiorczości, która najczęściej jest postrzegana, jako proces, zespół działań zmierzających do powstania firmy, skuteczne nią zarządzanie, w celu rozwoju oraz zwiększenia konkurencyjności przedsiębiorstwa na rynku lokalnym, co w efekcie służy wzmocnieniu pozycji gospodarczej i umocnieniu wartości rynkowej przedsiębiorstwa (Zięba, 2016; Nowak & Preszkier, 2015; Wach, 2015, s.9-24; O’Boyle, Rutherford & Banks, 2014, s.773-784; Wach, 2014, s.433-446; Firtsch & Story, 2014, s.939-954; Hennart, 2014, s.117-135; Glinka & Gudkova, 2011; Andrzejczyk, 2010; Davidson, Delmar & Wiklund, 2006, s.21-38; McDougall, 1989, s.387-400; Naman & Slevin, 1993, s.137-153; zobacz też: Małecka i inni, 2017, s.47-61). Przedsiębiorczość wyznacza wzrost gospodarczy, sprzyja jego rozwojowi, a także wpływa na ważkość i rolę informacji w biznesie, nadaje znaczenie wartości wiedzy i wyznacza trendy, które wśród ludzi sukcesu nazywane są mądrością ekonomiczną (Małecka, 2018c, s.485-493; Bosma, Wennekers & Amoros, 2011; Holcombe, 2007).

[1] Art. 55 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r., Kodeks cywilny Dz.U. z 1964 r. Nr 16 poz.93 z późn. zm.
[2] Załącznik nr 1 Rozporządzenia Komisji (WE) Nr 364/2004 z dnia 25 lutego 2004 roku definiując małe i średnie przedsiębiorstwa (powołując się na wyciąg i zalecenie Komisji 2003/361/WE z dnia 6 maja 2003 r. dotyczący definicji małych i średnich przedsiębiorstw DZ.U. l 124 z 20.05.2003)

Rozważania nad przedsiębiorczością mają długą tradycję. Aspekty moralne, filozoficzne i polityczne można odnaleźć już u Arystotelesa czy Ksenofonta. Za twórcę teorii przedsiębiorczości uważany jest R. Cantillon, który dał początek późniejszym dziełom D. Hume'a, A. Smitha – przedstawicielom ekonomii klasycznej i szkole fizjokratów F. Quesnaya. W dziele opublikowanym pośmiertnie, R. Cantillon gruntownie rozważał modele makroekonomiczne, przepływy dóbr i usług w gospodarkach krajowych, a także fluktuację pieniądza, równowagę przepływów dochodu i problematykę kształtowania się cen rynkowych (Cantillon, 1755). Upowszechnienie terminu „przedsiębiorczość' przypisuje się J.B. Saywi. R. Cantillon żyjący jednak sto lat wcześniej stworzył ukształtowaną teorię przedsiębiorczości, której często przypisuje się określenia: bieżąca, aktualna czy o nowoczesnym znaczeniu. O Cantillonie mówi się również jako o prekursorze F.H. Knighta i L. Misesa, gdyż mimo, iż przedsiębiorczość i teoria ekonomii stanowią dla niego rozbieżne zagadnienia, spostrzegł problematykę relacji pomiędzy tymi zjawiskami (Mises, 1960; Knight 1921). Takie stanowisko znajdziemy również w badaniach R. Holcomba, według którego meritum stanowi to, „iż przedsiębiorczość znajduje się poza podstawową strukturą analizy ekonomicznej głównego nurtu", wraz z jednoczesną krytyką założeń szkoły neoklasycznej (Holcombe, 2007, s.5). Dlatego prace F.H. Knighta, L. von Missesa, J.M. Kirznera, N.J. Fossa czy L. Kleina są tak cenione i uznawane za próbę wprowadzenia zagadnienia przedsiębiorczości do myśli ekonomicznej.

Przedsiębiorczość najczęściej definiowana jest jako cecha charakteru, a nawet zespół cech i zachowań właściwych – przypisywanych grupie przedsiębiorców. Zachowania takie mają mieć za główny cel racjonalne i efektywne koordynowanie zasobów zarządzanych podmiotów gospodarczych. Rzeczywiste działania wykazują jednak, iż jest ona czwartym (obok klasycznych w ujęciu trychotomicznym pracy, ziemi i kapitału) czynnikiem produkcji, a zatem składową aktu tworzenia, czyli zdecydowanie można nazwać ją procesem (Smith, 2016; Wach, 2014a, s:13; Smith, 2007; Smith, 2000; Smith, 1998).

Reasumując, przedsiębiorczość to zorganizowany proces, polegający na wykorzystywaniu innowacyjnych pomysłów i pojawiających się okazji rynkowych w warunkach uwzględniających turbulentne otoczenie gospodarcze, w którym mimo istnienia elementu niepewności, występuje skłonność do podejmowania ryzyka i optymalizacji szans rynkowych.

W literaturze przedmiotu można zauważyć wyróżniony przez P. Davidssona podział na trzy kategorie przedsiębiorczości, wyodrębniający zwolenników: (1) F.H. Knighta czy J.

Schumpetera, dla których rezultat stanowi meritum przedsiębiorczości, (2) Kao, S. Schanea czy W. Dyduch - nastawionych na procesy i zdarzenia multiplikujące powstawanie i rozwój podmiotów gospodarczych oraz (3) H.N. Cassona, J.A.Timmonsa czy Coopera, dla których zjawisko to definiowane jest poprzez umiejętności podejmowania decyzji, kreowania czy też zauważania szans rynkowych. Dyskurs toczący się w literaturze przedmiotu można również poszerzyć o paradygmat chaotyki, który został spowodowany szybkimi zmianami gospodarczymi oraz wzrostową dynamiką zmian otoczenia przedsiębiorców, powodując konieczność redefinicji polityki gospodarczej, która obecnie ma działać na rzecz przedsiębiorczości - być pro przedsiębiorczą. Przedsiębiorcze społeczeństwo jest bowiem obecnie podstawą współczesnych gospodarek krajowych i ich wzrostu gospodarczego (zobacz też: Scott & Bruce, 1987; Churchill & Lewis, 1983).

Przedsiębiorczość w literaturze przedmiotu jest również ujmowana w aspekcie społecznym, a także jako odrębna dyscyplina naukowa (Kotler &Caslione, 2009, s.9). Ujęcie społeczne zawiera również uwarunkowania systemów gospodarczych, zwracając uwagę na przedsiębiorczość, jako na funkcję: (1) konkurencyjności - zachowań wyznaczających kierunek działania rynku (Davidsson, 2008, s.15-17; Davidsson, 2003, s.317) oraz (2) innowacyjności – wdrażania nowych projektów gospodarczych powodujących działania rynkowe (Poznańska; 2015b; Kirzner, 1973, s.19-20; por. także: Pacholski, 2014, s.187-193).

Przedsiębiorczości, jako dyscyplinie naukowej, przypisuje się: (1) funkcję rynku, (2) indywidualnego przedsiębiorcy oraz (3) procesu (Landström, 2010, s.11-13). Oba aspekty są ściśle powiązane z osobą przedsiębiorcy i jego osobowością, a zatem również z ujęciem małych i średnich przedsiębiorstw, będących podstawą rozwoju wszystkich współczynników mikro i makroekonomicznych współczesnej gospodarki świata. Ta zależność kieruje uwagę na samego przedsiębiorcę, cechy jego osobowości, nastawienie i otwartość na biznes, sposób postrzegania możliwości i ryzyka gospodarczego, a także jego umiejętności zarządcze i wykształcenie. Właściciele przedsiębiorstw tej wielkości, stanowią bowiem najczęściej kadrę zarządczą zarówno w istniejących, a tym bardziej nowych firmach, powstających na współczesnych rynkach krajowych i globalnych. Zatem to właściciele pełnią fundamentalną rolę dla rozwoju i przyszłości przedsiębiorczości mikro, małych i średnich przedsiębiorstw (Małecka, 2018c, s.485-493; Łuczka, 2013). Przedsiębiorca jawi się wobec tego jako osoba, która umie podejmować ryzyko, czym w sposób zasadniczy różni się od pracowników najemnych. Takie stwierdzenie znajduje się wśród opinii R. Cantillona, J.B. Saya czy F.H. Knighta. Say znajduje również przedsiębiorcę, jako osobę kreującą okazje rynkowe, inwestora, który posiada

umiejętność organizowania i koordynowania ograniczonych zasobów ekonomicznych, co znalazło swoje odzwierciedlenie również u J. Schumpetera, wyróżniającego pięć typów, identyfikowanych z innowacjami i wprowadzaniem nowych: (1) technologii produkcyjnych, (2) produktów lub produktu o nowej jakości, (3) organizacji do sektora, a także (4) wchodzenie na nowe rynki i (5) zastosowania nowych źródeł surowcowych. Definicje I. Kirznera i L. von Missesa podkreślają przedsiębiorcę, jako osobę, która efektywnie poszukuje okazji rynkowych, prowadzących do osiągania zysków. Natomiast klasyczna teoria ekonomii począwszy od A. Smitha identyfikuje przedsiębiorcę jako kapitalistę - osobę żyjącą z kapitału lub właściciela zatrudniającego pracowników (Kirzner, 2017; Smith, 2007; Kirzner, 2005; Smith 2000; Schumpeter, 1989; Smith, 1998; Kirzner, 1973; Knight, 1921; Cantillon, 1755).

W literaturze przedmiotu występuje również koncepcja Th. Anderssona, M.G. Curleya i P. Formico, która odzwierciedla zależność pomiędzy rozwijaniem zdolności przedsiębiorczych a wyczuwaniem okazji przedsiębiorczych, co pozwala na osiągnięcie punktu równowagi rynkowej, której nieustanne podnoszenie zapewnia równowagę pomiędzy zdolnościami a okazjami występującymi w poszczególnych gospodarkach świata (*oportunity-seeking entreprenuer versus entrepreneur-seeking oportunity*). Jest ona możliwa tylko dzięki stałemu rozwojowi umożliwiającemu przedsiębiorcom poszukującym okazji napotkanie okazji poszukujących przedsiębiorców, co zakłada nie tylko intensyfikację pojawiających się okazji (zapewnionych przez turbulentne otoczenie gospodarcze), ale również wzrost kompetencji właścicieli przedsiębiorstw. Z tej perspektywy zagadnienie to jawi się szczególnie ważnym wśród mikro, małych i średnich przedsiębiorców (Małecka, 2018c, s.485-493; Łuczka, 2013; Bielawska, 2011; Andersson, Curley & Formico, 2010, s.133).

W kanon prowadzonych rozważań wpisuje się również pogląd P.A. Wickahama, który w wymiarze strategicznym postrzega proces przedsiębiorczy jako dynamiczny, wyróżniając cztery kontyngenty: (1) przedsiębiorcę, (2) okazję rynkową, (3) organizację przedsiębiorstwa, (4) zasoby, których wzajemna zależność opiera się na subiektywizmie przedsiębiorcy. Element zmiany staje się wówczas nieodłącznym w prcesie zarządzania, ponieważ konfiguracja, dopasowanie i uwaga, wymagają zarówno adaptacji organizacji do wymagań rynku, jak i bieżącej pracy nad jej zasobami (Wickham, 2006, s. 224-228).

Sama definicja gospodarki przedsiębiorczej jest natomiast przypisywana P. Drakerowi, który dostrzegł we współczesnym mu świecie zachodzące zmiany z gospodarki zarządzanej (*manager economy*) na gospodarkę przedsiębiorczą (*entrepreneurial economy*) (Drucker, 1985; Drucker, 1976). Nagle znaczenie małych i średnich przedsiębiorstw zostało dostrzeżone, a ich

fenomen na stałe zauważony nie tylko w literaturze przedmiotu, ale i polityce poszczególnych gospodarek świata, w tym w Unii Europejskiej.

Zagadnienia internacjonalizacji i globalizacji stały się powszechne, zaczęła się era bazowania na wiedzy, informacji i innowacjach, co w praktyce gospodarczej zyskało miano „gospodarki opartej na wiedzy" (*knowledge-based economy*) (Audretsch, Thurik, 2001, s.267-315; Audretsch, Thurik, 2000, s.17-34; zobacz też: Poznańska: 2014b; Małecka & Łuczka, 2018a; s.476-484). W ten sposób komparatywna przewaga nowej wiedzy, stała się impaktem do tworzenia nowych struktur przemysłowych i wartości ekonomicznych, budując małe i średnie przedsiębiorstwa jako fundament poszczególnych gospodarek krajowych, których wzrost zapewnia „przedsiębiorcze społeczeństwo" (*entrepreneurial society*) (tabela 1.1).

Tabela 1.1 Poglądy propagatorów przedsiębiorczości

PRZEDSTAWICIEL	POGLĄD	DZIAŁALNOŚĆ
R.Cantillon	przedsiębiorczość to działalność polegająca na trafnym definiowaniu i postrzeganiu okazji rynkowych i podejmowaniu ryzyka	1680-1734
A. Smith	przedsiębiorczość to działalność osoby, posiadającej skłonność do gromadzenia i zagospodarowania zaoszczędzonych na tej drodze środków, w celu realizacji konkretnych przedsięwzięć	1723-1790
J. B. Say	przedsiębiorczość to aktywność, polegająca na przenoszeniu zasobów w celu realizacji zysku; ponoszenie ryzyka stanowi najważniejszą z funkcji przedsiębiorczości	1767 – 1832
D. Ricardo	przedsiębiorczość to reinwestowanie zysków przez kapitalistów, będących podstawą aprecjacji i postępu gospodarczego, którym należy stwarzać przyjazny klimat, zachęcający do inwestowania	1772 – 1823
J.M. Keynes	mechanizm napędzający działalność gospodarczą jest powiązany z procesem wydawania dochodów przez społeczeństwo, które wzrasta wraz z liczbą otwieranych przedsiębiorstw	1883-1946
J. Schumpeter	przedsiębiorczość to poszukiwanie zysków nadzwyczajnych poprzez wprowadzanie innowacji i burzenie równowagi rynkowej	1883-1950
F. Knight	przedsiębiorczość polega na świadomym ponoszeniu ryzyka działalności; osiągane zyski stanowią przychód, będący konsekwencją poniesionego ryzyka niepewności	1885-1972

A. Marshall	działania przedsiębiorcze polegają m.in. na intensyfikacji działań rynkowych przy wzmożonej konkurencji oraz występującym współzawodnictwie	1842-1924
P.F. Drucker	przedsiębiorczość to współzależności działań przedsiębiorczych i innowacyjnych prowadzących do sukcesu; kolejne zmiany, wprowadzane nie zawsze muszą być planowane, ale powinny koncentrować się na danej okazji czy określonej potrzebie; maksymalizacja okazji rynkowych	1909-2005
M. Crozier	działania przedsiębiorcze wiążą się ze sztuką przeprowadzania dobrych kalkulacji, które zmniejszają ryzyko w podjętej działalności gospodarczej	1922-2013
J.M. Kirzer	przedsiębiorczość polega na dokonywaniu wyboru alternatywnych zastosowań różnych zasobów; to poszukiwanie okazji do osiągnięcia zysku; jest istotnym elementem realiów gospodarczych, który nie jest uwzględniany przez tradycyjną teorię ekonomii	1930 -
R. M. Kanter	przez przedsiębiorcze zarządzanie rozumie się elastyczną strukturę organizacyjną, zdolną minimalizować koszty dzięki redukcji poziomów zarządzania	1943 -
P. Davidson	przedsiębiorczość jest zjawiskiem, które powinno być rozpatrywane na tle ogółu społeczeństwa i systemów gospodarczych	1958 -
H. Landström	przedsiębiorczość jest funkcją runku, indywidualnego przedsiębiorcy, procesu powstawania nowych podmiotów i odkrywania okazji	1958-

Źródło: opracowanie własne na podstawie przywołanej literatury przedmiotu

Nieodłącznie proces przedsiębiorczości związany jest z zespołem cech osobowości tworzących misję i filozofię przedsiębiorstwa, propagującym określone zachowania, mającym skłonność do działań innowacyjnych, twórczych, dynamicznych i obciążonych pewnym marginesem ryzyka, z perspektywicznym nastawieniem i umiejętnością zaobserwowania i wykorzystania jawiących się szans przedsiębiorczych (Łuczka & Małecka, 2017d, s.213-229; Kasperkowiak, Małecka, Łuczka, 2017, s.390-403; Trzcieliński, 2016; Stawasz & Ropega, 2014, s.99-113; Vătămănescu , 2014, s.55-70; Daszkiewicz & Wach, 2013; Benavides-Velasco, Quintana-Garcia & Guzman-Parra, 2013, s.41-57; Frąś, 2013; Lichtarski, 2007, s.59-60; Łuczka, 2002, s.277-290). Biorąc pod uwagę obecny rozwój społeczno-gospodarczy, znaczenie

odgrywa również aktywność mieszkańców w ich własnym środowisku oraz podejmowanie działań na rzecz bliższego i dalszego otoczenia: pracowników, udziałowców, inwestorów, wspólnot lokalnych, państwa, organizacji społecznych, środowiska przyrodniczego, a także konkurencji (Lichtarski, 2007, s.59-60; Sudoł, 2006, s.43-46).

Przedsiębiorczość, jako proces, jest aktem tworzenia i budowania nowych struktur, poprzez podejmowanie ryzyka i wykorzystywanie nowatorskich idei i okazji rynkowych w celu generowania korzyści (Poznańska, 2011; Janowski, 1998). Określa również postawę człowieka, którego działania cechuje dynamizm i aktywność, elastyczność przystosowywania się do zmieniających warunków, skłonność do podejmowania ryzyka, perspektywiczne spojrzenie na szanse rynkowe i umiejętność ich wykorzystywania. Zatem implementacja instrumentów finansowych należących do rozwiązań proponowanych przez rynek kapitałowy - które nadal nie należą do konwencjonalnych zastosowań, funkcjonujących jako źródło finansowania - wpisuje się w całokształt definicji przedsiębiorczości. Statystyki PARP za 2017 rok, wykazały, iż przedsiębiorczość wśród Polaków odznacza się tendencję dodatnią - corocznie powstaje bowiem ponad 1/3 mln przedsiębiorstw. Wyniki badań przeprowadzone w 2015 roku wykazały, iż stopniowo maleje udział fizycznej formy prawnej prowadzenia działalności gospodarczej na rzecz osobowości prawnych, co uwiarygadnia pozycję przedsiębiorstw w Polsce w aspekcie światowego biznesu i prowadzi do wzrostu produktywności mierzonej wielkością produkcji, przychodami, a przede wszystkim wartością dodaną (PARP, 2017, s.4). Polska przedsiębiorczość, jej kondycja i możliwości rozwoju a także zmiany adaptacyjne zachodzące w ciągu ostatnich lat sprawiły, iż obecnie uzyskiwane przez nią wartości, nawiązują do wyników osiąganych w krajach Unii Europejskiej. Mimo to, tylko niektóre z firm z sektora MSP korzystają z możliwości rozwoju poprzez finansowanie za pośrednictwem giełdy. Przedsiębiorczość mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, powinna być wzmacniana poprzez kreowanie praktycznych i korzystnych warunków, dzięki którym MSP chętniej i częściej starałby się predestynować do statusu spółek giełdowych, wdrażając zarówno zasady ładu korporacyjnego, jak i transparentność w księgowości zarządzanych przedsiębiorstw (Małecka, 2015c, s.39-42).

Skuteczny i dynamiczny rozwój bazuje na innowacyjności. Innowacyjność zgodnie z definicją oznacza „wdrożenie nowego lub znacząco udoskonalonego produktu (wyrobu lub usługi) lub procesu, nowej metody marketingowej lub nowej metody organizacyjnej w praktyce gospodarczej, organizacji miejsca pracy lub stosunkach z otoczeniem" (podręcznik OSLO – zasady gromadzenia i interpretacji danych dotyczących innowacji, OECD, 2005; OECD 2008).

Wyróżnia się w literaturze przedmiotu innowacje produktowe i procesowe. Produktowe oznaczają wprowadzenie do obrotu wyrobu lub usługi nowej lub znacząco udoskonalonej w zakresie swoich cech i zastosowań, czyli przynajmniej zakładają istnienie znaczącej wartości dodanej. Innowacje procesowe natomiast dotyczą wdrożenia nowej lub zasadniczo udoskonalonej metody produkcji lub dostarczania, w tym znaczące zmiany w technologii, konstrukcji urządzeń lub oprogramowania, obniżania kosztów jednostkowych czy ulepszania jakości. Drugi podział odnosi się do zasięgu wprowadzonych zmian i ich skali: międzynarodowej[3], krajowej lub lokalnej. Poglądy występujące w literaturze przedmiotu, w zakresie innowacyjności są zbliżone lub zbieżne (Targalski, 2006; Kozioł, 2007) – inaczej byłoby niemożliwym przyznawanie patentów czy licencji, pytanie budzi jednak obiektywizm interpretacji znaczenia określenia „nowy" – szczególnie w drugim kryterium skali. Zdaniem autorki, tak jak zagadnienie innowacyjności niewątpliwie w przypadku produkcji czy usług można rozpatrywać w aspekcie strefy zasięgu i możliwości bycia przedsiębiorcą, szerzącym „nowe" postawy, procedury, implementującym „nowe" linie produkcyjne czy sposób zarządzania - dosłownie wszystko co wcześniej było nieznane kulturze przedsiębiorstwa i jego otoczeniu (w wymiarze społecznym i gospodarczym) - tak w aspekcie globalizacji, a szczególnie digitalizacji rynku instrumentów finansowych, w tym szczególnie rynku kapitałowego i samych zasad funkcjonowania instytucji giełd i funduszy private equity na świecie, rozważana kwestia staje się dyskusyjną. Brak powszechności występowania stosowania innowacji stan wiedzy społeczeństwa w tym zakresie, powinny stanowić wytyczną, klasyfikującą omawianą problematykę.

Elementem nieodłącznym, związanym z innowacyjnością jest również wieloznaczne pojęcie jakości. Już Platon pisał, iż „jakość jest to pewien stopień doskonałości". Zdaniem P. Crosby „jakość to zgodność z wymaganiami wewnętrznymi i zewnętrznymi" (Crosby, 1975; Crosby, 1995). W.E. Deming dowodził, że „jakość to stopień jednorodności i niezawodności wyrobu przy możliwie niskich kosztach i maksymalnym dopasowaniu do wymagań rynku" (Deming, 2012: Deming, 1982; Deming, 1966). Natomiast zgodnie z normami ISO, według PN-EN 9000:2001 „jakość to stopień, w jakim zbiór inherentnych właściwości spełnia wymagania". Czym zatem jest jakość, funkcjonująca jako pojęcie zarówno naukowe, użytkowe jak i tkwiące w samej naturze od zarania dziejów? Zagadnienie trudne do jednorodnego

[3] Rozwiązanie jest uznawane za innowacyjne w skali międzynarodowej jeśli polega na (1) uruchomieniu produkcji nowego lub zmodernizowanego produktu, (2) zakupie lub (3) wdrożeniu technologii praktykowanej na świcie nie dłużej niż od 3 lat.

zdefiniowania łatwiej określić przez zespół reprezentatywnych cech, które wpływają na postrzeganie przez odbiorców finalnych danych produktów, walorów czy usług. Tak opisane wybory zazwyczaj mają charakter subiektywny, co sprawia, iż problematycznymi stają się próby określenia norm, z zachowaniem obiektywizmu, umożliwiającego deskrypcję zagadnienia w sposób naukowy. Wszechobecna globalizacja nijako wymusza na producentach konkurencyjność, której obecnym przejawem jest nie tylko prześciganie się w zapewnieniu jakości, ale także w projakościowej postawie, innowacyjnym podejściu i niespotykanej elastyczności w nadążaniu za wszechobecną technologią i zmianą. W tym aspekcie charakterystyka stosowana przez Imai Masaaki: „jakość jako wszystko co można poprawić" wydaje się najadekwatniej określać obecne podejście konsumenckie (Masaaki, 1997; Massaki, 1996). Instrumenty rynku kapitałowego poprzez samą konstrukcję narzędzi, formę i łatwość dostępu, a także uniwersalność systemów obsługi, spełniają wszystkie wymienione kryteria.

Przedsiębiorczość jest zatem źródłem innowacyjności, determinującym konkurencyjność firmy jak i regionu, w którym firma działa. Wprowadzanie innowacyjności wymaga operatywności, inwencji i kreatywności od każdego uczestnika struktury organizacyjnej (Kozioł, 2007, s.38), a skala innowacyjności jest wprost zależna od przedsiębiorczości. W związku z czym powstaje nowe zjawisko przedsiębiorczości innowacyjnej, mającej zasięg globalny (Stanisławski, 2017; Targalski, 2006, s.7; zobacz też; Borowiec, 2017, s.61-71). Do kreacji czy zakupu i wdrożenia, każdemu przedsiębiorcy potrzebne jest bezdyskusyjnie źródło finansowania. Rynek kapitałowy kreuje możliwości pozyskiwania praktycznie nieograniczonych funduszy, poprzez dostępność nie tylko do narzędzi finansowania, gotowych rozwiązań i szczegółowych wytycznych, ale i platform, stworzonych i dedykowanych innowacyjnym przedsiębiorcom w tym i tym z sektora MSP.

Internacjonalizacja, czyli rozszerzanie działalności poza rynek krajowy, wskazywana jest jako jedna z trzech, głównych, wiodących i obserwowanych we współczesnej gospodarce rynkowej, tendencji mikro, małych i średnich przedsiębiorstw (obok przedsiębiorczości i nastawienia na jakość) (PARP, 2017, s.4; zobacz też: Małecka, 2018b, s.246-253). Wyniki badań własnych, przeprowadzonych na podstawie analizy danych pozyskanych z GUS w latach 2008-2018 wykazały, przyrost zarówno przeciętnej wartości eksportu, jak i liczby eksporterów w tym sektorze. Wymiany handlowej polscy przedsiębiorcy coraz częściej dokonują za pośrednictwem Internetu, co stanowi zgodnie z definicją o ich innowacyjności. Jakkolwiek skala rozwoju i procesy ich wdrażania, mogą być przedmiotem polemiki, to dla polskiego przedsiębiorcy, działania te stanowią o postępie, a procesy wdrożeń potwierdzają

aktywność rynkową MSP w Polsce. Skoro zatem transakcje handlowe, rozpoczęcie aktywności i internacjonalizacji, a nawet decyzja o byciu born global[4] jest coraz częściej podejmowana przez przedsiębiorców, dlaczego przy wyborze źródła finansowania pozostają przy tradycyjnych możliwościach i rozwiązaniach rynku pieniężnego? Czy można zatem mówić o utraconych szansach mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w zakresie pozyskiwania kapitału na własny rozwój za pośrednictwem rynku kapitałowego? Chodzi o szanse, które polepszyłyby efektywność i efektowność, wyjątkowość poziomu przedsiębiorczości, innowacyjności, jakości i strefy zasięgu rynku, a więc cech decydujących o wysokiej konkurencyjności biznesu.

Definicja przedsiębiorczości ma charakter interdyscyplinarny. Ze względu na sam aspekt postawy przedsiębiorcy, zawiera osiągnięcia wielu nauk, z czego wiodącymi powinny być nauki społeczne: psychologia i socjologia, zaraz obok ekonomii i prawa, uwzględniając jednocześnie lokalne uwarunkowania instytucjonalne i legislacyjne. Jej wieloznaczność odnosić się bowiem nie tylko do postaw ale przede wszystkim mierzalnych zachowań, których efekty znajdują wyraz w wymiernych wynikach i bilansach przedsiębiorstw. Jednym z ważniejszych jej aspektów jest fakt wywierania wpływu na otoczenie gospodarcze i kondycję ekonomiczną poszczególnych krajów. Do lat 50 XX wieku istniało przekonanie o przeważającej istotności dużych przedsiębiorstw w opisywanym aspekcie. Kryzys lat 70 zweryfikował jednak ten pogląd, koncentrując uwagę - jak już wspomniano wcześniej - ponownie na roli i znaczeniu mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Turbulentne otoczenie gospodarcze warunkuje podejście, w którym rola ryzyka prowadzenia działalności gospodarczej zdecydowanie rozszerzyła się, sięgając już nie tylko kwestii bankructwa, ale bezpieczeństwa, zarówno w wymiarze odpowiedzialności za zespoły pracownicze jak i politycznych uwarunkowań. Aspekt kulturowy może bowiem wywierać tak samo znaczący wpływ na rozwój jak źródła finansowania, będące tradycyjną barierą przedsiębiorczości, wskazywaną i szeroko omawianą zarówno w literaturze przedmiotu, jak i badaniach empirycznych, przeprowadzanych zarówno przez instytucje państwowe, jak i prywatne firm konsultingowe. Bez względu na tło rozważań - jak już wskazano - przedsiębiorczość warunkuje sama osoba przedsiębiorcy, zatem kwalifikacje, motywacje, a także wielkość kapitału społecznego i kulturowego samego właściciela. Rozwój społeczno-gospodarczy wyznaczany jest bowiem przez działania oparte na wiedzy i kapitale ludzkim, bez względu na poziom

[4] Born global – oznacza przedsiębiorstwa rozpoczynające w okresie nie dłuższym niż do trzech lat od rozpoczęcia działalności eksport, którego wielkość stanowi min. 25% sprzedaży

industrializacji czy wdrażanych innowacji. Dlatego obok wymienionych wcześniej, klasycznych składowych: ziemi, kapitału i pracy, jako czynnik wytwórczy determinujący cały proces, pojawia się w rozważaniach naukowych zagadnienie zakumulowanej wiedzy i przedsiębiorczości. Zatem badania w zakresie przedsiębiorczości grup społecznych a nawet narodów, bazować powinny na diagnozowaniu form przejawiania aktywności gospodarczej i opisie tych elementów środowiskowych, które wskazując bariery rozwoju, umożliwią ich ograniczenie, a może nawet i całkowitą eliminację, co w konsekwencji powinno przyczynić się do wzrostu całych systemów społeczno-gospodarczych (zobacz też: Daszkiewicz, 2004).

Przy prezentowanych założeniach, ważnym jest podjęcie próby uzyskania odpowiedzi dotyczącej obecnej sytuacji mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, w aspekcie zarówno posiadanych przez przedsiębiorców kwalifikacji, jak i kompetencji w dziedzinie istniejących na rynku finansowym źródeł finansowania, a także możliwości dywersyfikowania ryzyka własnego portfela finansowego. Zachodzące zmiany gospodarcze spowodowały bowiem zauważalną tendencję odchodzenia od polityki na rzecz przedsiębiorczości (*entrepreneurship policy*) w stronę polityki na rzecz gospodarki przedsiębiorczej (*policy for the entrepreneurial economy*), która ma sprzyjać powstawaniu instrumentów ściśle wspierających tworzenie nowych przedsiębiorstw, z pietyzmem dbających szczególnie o ich dwa pierwsze etapy działalności: przetrwania i rozwoju (Audretsch & Thurik, 2000, s.22). W ten sposób w gospodarce przedsiębiorczej, przedsiębiorstwo nie jest już prymatem (głównym podmiotem gospodarczym), a staje się nim przedsiębiorca oraz jego przedsiębiorczość, kreatywność i innowacyjność (Henrekson, Douhan, 2008). Tak powstał kolejny nurt badań poszukujących odpowiedzi na pytanie: czy polityka wspierania przedsiębiorczości jest tym samym co polityka wspierania MSP? W niniejszej pracy przyjęto założenie uwzględniające przede wszystkim cykl życia przedsiębiorstwa co determinuje rozgraniczenie tych dwóch pojęć i uwzględnienia delimitację rodzajów polityki w ujęciu temporalnym, prezentowanym w literaturze przedmiotu przez A. Landström i L.A. Stevensona (Landström & Stevenson, 2005, s.5).

Definicja małego i średniego przedsiębiorstwa obowiązuje na mocy Rozporządzenia Komisji Europejskiej nr 364 z dnia 25 lutego 2004 roku.[5] Podkreśla ona charakter działań regionalnych, będących źródłem zarówno lokalnego jak i regionalnego rozwoju, stanowiącego podstawę zaopatrzenia nie tylko w materiały, ale także będącym podstawowym czynnikiem

[5] Załącznik nr 1 Rozporządzenia Komisji (WE) Nr 364/2004 z dnia 25 lutego 2004 roku (wyciąg z zalecenia Komisji 2003/361/WE z dnia 6 maja 2003 r. dotyczący definicji małych i średnich przedsiębiorstw DZ.U. l 124 z 20.05.2003, s.36)

sprawczym, oferującym zasoby pracy i będącym dla większości firm (ze względu na lokalną specyfikę) podstawowym rynkiem zbytu. MSP są kreatorami lokalnej przedsiębiorczości a ich udział we wzroście regionów i całej gospodarki jest niepodważalny (Małecka 2015c, s.39-54; Łuczka, 2013, s.125-144; Bielawska, 2011, s.264-272; Bera 2010, s.338; Poznańska, 2009; Strużyński, 2004, s.19,). W globalnym świecie, coraz częściej decyzja o internacjonalizacji przedsiębiorstwa, podejmowana jest na etapie jego tworzenia lub natychmiast po rozpoczęciu działalności, stąd nazwa born-global[6] (zobacz też: Duliniec, 2011, s.63-80; Crick, 2009; McDugall and Oviatt, 2000). Wzrost udziału takich form z pewnością znajdzie odzwierciedlenie we wzroście wszystkich współczynników gospodarczych całej Unii Europejskiej, jednakże ze względu na swój wiek, przedsiębiorstwa te mają ograniczony dostęp do źródeł finansowania i nowych rynków, co współpraca z instytucjami rynku kapitałowego, mogłaby im znacznie ułatwić. Warto zatem rozważyć możliwość redefiniowania pojęcia MSP, umożliwiającą dostosowanie definicji do turbulentnego otoczenia i realiów globalizacji, w których współcześnie funkcjonują.

Od 1 stycznia 2005 do sektora MSP zostały zaliczone również mikroprzedsiębiorstwa. Małe firmy stanowią bowiem ponad 99% z 88 milionów przedsiębiorstw w Unii Europejskiej i 17 milionów firm w Stanach Zjednoczonych (Trębacz, www.mfiles, 22.07.2018). W Polsce w 2017 roku istniało 1.9 mln aktywnych przedsiębiorstw z czego do MSP należy 99.82%, wśród nich natomiast 96.21% stanowią mikroprzedsiębiorcy (1 838 356) (GUS, 2017, s.48).

Małe i średnie przedsiębiorstwa w sposób kluczowy wpływają zarówno na zasięg, jak i rozwój gospodarczy każdego rynku, będąc jednocześnie niezbędnym elementem, wpływającym na równowagę funkcjonowania poszczególnych gospodarek krajowych i oddziałując na przyspieszenie możliwości osiągnięcia wzrostów ekonomicznych (Poznańska, 2015b; Poznańska, 2014b; Łuczka, 2013, s.125-144; Martyniuk 2009, s.13; Piasecki, 1999, s.55; Bielawska, 1992). Klasyfikacji przedsiębiorstw można dokonywać według różnych kryteriów. Zasadniczo, wyodrębnić można dwa główne podziały uwzględniające ich cechy kapitałowe, strukturalne i funkcjonowania:

(1) ilościowy – bazujący na wartościach bezwzględnych takich jak: liczba pracujących, obrót, wartość aktywów

[6] Klasyczny proces internacjonalizacji przedsiębiorstw zakłada posiadanie stabilnej, krajowej pozycji, a następnie stopniowe rozszerzanie działalności poza granice państwa czy kontynentu. Zauważalne jest jednak coraz częściej, szczególnie wśród firm innowacyjnych, elastycznych, posiadających wysoki potencjał konkurencyjności, działanie polegające na rozpoczęciu działań globalnych niedługo po swojej rejestracji, a nawet równocześnie z nią. Firmy te nazywane są przedsiębiorstwami typu born-global.

(2) jakościowy - oparty na podstawie cech takich jak: niezależność finansowa, struktura organizacyjna, prawo własności (tabela 1.2).

Tabela 1.2 Główne cechy sektora MSP

KRYTERIUM		
Kapitałowe	Strukturalne	Funkcjonowania
relatywnie niski koszt utworzenia stanowiska pracy	niewielka liczba pracowników	cechy osobowości właściciela
niska kapitałochłonność	zdolność do elastycznego reagowania na potrzeby rynku i dostosowywania się do nich	uwzględniane metody zarządzania
aktywność ekonomiczna we wszystkich działach gospodarki	otwartość na innowacyjność, postęp techniczny i organizacyjny oraz potencjał do tworzenia	miejsce w cyklu życia przedsiębiorstwa
relatywnie zmniejszona skala zaangażowania finansowego	mały udział w rynku	cel i charakter działalności
decyzyjność w zakresie wyboru źródła i formy finansowania	Niezależność	dbałość o wizerunek
bezpośredni wpływ na wszystkie koszty przedsiębiorstwa	osobą zarządzającą jest często właściciel	relacje pomiędzy kadrą zarządzającą (najczęściej właściciel) a pracownikami
korzystanie ze środków finansowych, uruchamianych wyłącznie w celu wspierania rozwoju gospodarki	szybkość działania i elastyczne przystosowywanie się do zmiennych tendencji rynkowych	często brak wykwalifikowanej kadry menadżerskiej

Źródło: opracowanie własne na podstawie przywołanej literatury przedmiotu

W literaturze przedmiotu, która podejmuje złożoną problematykę w zakresie badania MSP, za najważniejszą uznaje się, po pierwsze: wielkość przedsiębiorstwa, jako determinantę wyznaczającą struktury kapitału, w którym relatywnie niski koszt utworzenia stanowisk pracy, będzie stanowił jeden, z ważniejszych elementów analiz (Łuczka, 2013, s.125; Gregory, Rutherford, Oswald & Gardiner, 2005, s.382-392; Bielawska, 2005; Cassar, Holmes, 2003, s.123-147; Grabski i inni, 1999, s.4), co dotyczy zarówno Polski jak i Unii Europejskiej[7]. Po drugie uwzględniając inne, istniejące kryteria, bazujące na strukturach firm, w których liczba zatrudnionych osób, ale również elastyczność, którą posiadają MSP dzięki takiej strukturze (Grabski i inni, 2005, s.4), a także cech typowych, jako zbioru, bezpośrednio

[7] Zgodnie z definicją unijną, mającą również zastosowanie w polskim prawie gospodarczym, z kompletnego zbioru wszystkich przedsiębiorstw funkcjonujących na rynku, przyjmuje się kryteria wyodrębnienia na podstawie Art. 104-106, DZ.U. 2004 Nr 173 poz. 1807; Załącznik nr 1 Rozporządzenia Komisji (WE) Nr 364/2004, DZ.U. L 124 z 20.05.2003.

odnoszącego się do trzeciego kryterium: funkcjonowania przedsiębiorstwa, z uwzględnieniem również zasad i metod zarządczych (Bąk, 2009, s.504) (tabela 1.2).

MSP pełnią ważną funkcję w rozwoju światowej gospodarki, a polityka Unii Europejskiej jest skierowana na mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa, ponieważ stanowią one istotne ogniwo kreowania rynku wolnej konkurencji i stwarzają bardzo duże możliwości zatrudnienia. Do mikro, małych i średnich przedsiębiorców kierowane są obecnie projekty, mające aktywizować sektor MSP do większych działań w zakresie zwiększenia możliwości technologicznych, dokształcenia w celu pobudzenia przedsiębiorczości, a także wykorzystywania zewnętrznych źródeł finansowania (np. Europejski Fundusz Społeczny, Europejski Fundusz Rozwoju Europejskiego, Europejska Sieć Enterprise Europe Network). Celem Państwa powinno być większe uaktywnienie tego sektora, poprzez inicjowanie zmian w istniejącym stanie prawnym oraz dostępie do środków finansowych, wspieranie instytucji i organizacji działających na rzecz MSP, które finansują działalność gospodarczą na konkurencyjnych warunkach, a przede wszystkim ułatwienie dostępu do informacji rynkowych, poprzez stworzenie wszelkiego rodzaju systemów doradztwa i szkoleń (Bielawska, Łukasik, 2014; Poznańska, 2014c; Borkowski i Chełmoński, 2009, s.153; Łuczka, 2007).

Zgodnie z definicją unijną, mającą zastosowanie w polskim prawie gospodarczym, z kompletnego zbioru wszystkich przedsiębiorstw funkcjonujących na rynku, przyjmuje się następujące kryteria wyodrębnienia małych i średnich przedsiębiorstw (tabela 1.3):

Tabela 1.3 Kryteria podziału przedsiębiorstw

PRZEDSIĘBIORSTWO	MIKRO	MAŁE	ŚREDNIE
Zatrudnienie	<10	< 50	<250
Roczny obrót netto lub	do 2 mln EUR	do 10 mln EUR	do 50 mln EUR
Suma aktywów z bilansu rocznego	do 2 mln EUR	do 10 mln EUR	do 43 mln EUR

Źródło: Art. 104-106 Ustawy o swobodzie działalności gospodarczej z dnia 2 lipca 2004 roku

Wymienione kryteria[8] [9] dotyczą zawsze jednego z dwóch ostatnich lat obrotowych. W przypadku polskich firm, wielkości wyrażone w EUR przelicza się na złote według średniego kursu ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski w ostatnim dniu roku obrotowego (zgodnie z

[8] Art. 104-106 Ustawy o swobodzie działalności gospodarczej z dnia 2 lipca 2004 roku DZ.U. 2004 Nr 173 poz. 1807 s.54.
[9] Załącznik nr 1 Rozporządzenia Komisji (WE) Nr 364/2004 z dnia 25 lutego 2004 roku (wyciąg z zalecenia Komisji 2003/361/WE z dnia 6 maja 2003 r. dotyczący definicji małych i średnich przedsiębiorstw DZ.U. l 124 z 20.05.2003, s.36).

art. 107 ustawy z dnia 2 lipca 2004 roku o swobodzie działalności gospodarczej). Warto jednak zauważyć, iż instytucje finansowe będące potencjalnym źródłem pozyskiwania kapitału na rozwój, funkcjonują według własnych zasad i kryteriów podziału przedsiębiorstw, mitygując tym samym ryzyko finansowe według wewnętrznych dyrektyw. Tak na przykład European Private Equity and Venture Capital Association dokonuje podziału na osiem przedziałów w tym zakresie: 0–19; 20–99; 100–199; 200–249; 250-499; 500-999; 1000-4999; <5000 (Małecka & Łuczka, 2016a, s.418-431).

Ustawa o swobodzie działalności gospodarczej definiuje również podział przedsiębiorstw według struktury udziałów. Wyróżniane są przedsiębiorstwa[10]:

(1) niezależne: „przedsiębiorstwo niezależne oznacza każde przedsiębiorstwo, które nie jest zakwalifikowane, jako spółka w rozumieniu ust. 2 lub też jako przedsiębiorstwo związane w rozumieniu ust. 3”.[11]

Oznacza to, iż nie uważa się za mikroprzedsiębiorstwa, małe i średnie przedsiębiorstwa, przedsiębiorcy, w którym inni przedsiębiorcy, Skarb Państwa oraz jednostki samorządu terytorialnego posiadają:

- 25% i więcej wkładów, udziałów lub akcji
- prawa do 25% i więcej udziału w zysku
- 25% i więcej głosów w zgromadzeniu wspólników, walnym zgromadzeniu akcjonariuszy lub walnym zgromadzeniu spółdzielni

(2) partnerskie: „przedsiębiorstwa partnerskie oznaczają wszystkie przedsiębiorstwa, które nie zostały zakwalifikowane, jako przedsiębiorstwa związane w rozumieniu ust. 3 i które pozostają w następującym związku: przedsiębiorstwo (typu *„upstream”*) posiada, samodzielnie lub wspólnie z jednym lub kilkoma przedsiębiorstwami związanymi w rozumieniu ust.3, 25% lub więcej kapitału lub praw głosu drugiego przedsiębiorstwa (typu *„downstream”*). Jednakże przedsiębiorstwo może zostać zakwalifikowane jako samodzielne i w związku z tym, niemające żadnych przedsiębiorstw partnerskich, nawet, jeśli ta wartość progowa wynosząca 25% została osiągnięta lub przekroczona przez poniższych inwestorów, pod warunkiem, że inwestorzy ci nie są związani, w rozumieniu ust.3, indywidualnie lub wspólnie, z przedmiotowym przedsiębiorstwem:

[10] Załącznik nr 1 Rozporządzenia Komisji (WE) Nr 364/2004 z dnia 25 lutego 2004 roku (wyziąg z zalecenia Komisji 2003/361/WE z dnia 6 maja 2003 r. dotyczący definicji małych i średnich przedsiębiorstw DZ.U. l 124 z 20.05.2003, s.36).

[11] Art.3.1. Załącznika nr 1 Rozporządzenia Komisji (WE) Nr 364/2004 z dnia 25 lutego 2004 roku, s.11.

- publiczne korporacje inwestycyjne, spółki kapitałowe podwyższonego ryzyka, osoby fizyczne lub grupy osób prowadzących regularną działalność inwestycyjną podwyższonego ryzyka, które inwestują kapitał własny w firmy nienotowane na giełdzie („business angels"), pod warunkiem, że cała kwota inwestycji tych inwestorów „business angels" w to samo przedsiębiorstwo nie przekroczy 1 250 000 EUR
- uniwersytety lub niedochodowe ośrodki badawcze, inwestorzy instytucjonalni łącznie z regionalnymi funduszami rozwoju; samorządy lokalne z rocznym budżetem nieprzekraczającym 10 milionów EUR oraz liczbą mieszkańców poniżej 5000".[12] Reasumując, są to te wszystkie podmioty, w których udziały innego przedsiębiorstwa nie przekraczają 50%.

(3) związane: „przedsiębiorstwa związane oznaczają przedsiębiorstwa, które pozostają w jednym z poniższych związków:
- przedsiębiorstwo posiada większość praw do głosowania udziałowców lub członków w innym przedsiębiorstwie
- przedsiębiorstwo ma prawo wyznaczyć lub odwołać większość członków organu administracyjnego, zarządzającego lub nadzorczego innego przedsiębiorstwa
- przedsiębiorstwo ma prawo wywierać dominujący wpływ na inne przedsiębiorstwo zgodnie z umową zawartą z tym przedsiębiorstwem lub do postanowienia w jego memorandum lub statucie
- przedsiębiorstwo będące udziałowcem lub członkiem innego przedsiębiorstwa kontroluje samodzielnie, zgodnie z umową z innymi udziałowcami lub członkami tego przedsiębiorstwa, większość praw do głosowania udziałowców lub członków w tym przedsiębiorstwie.

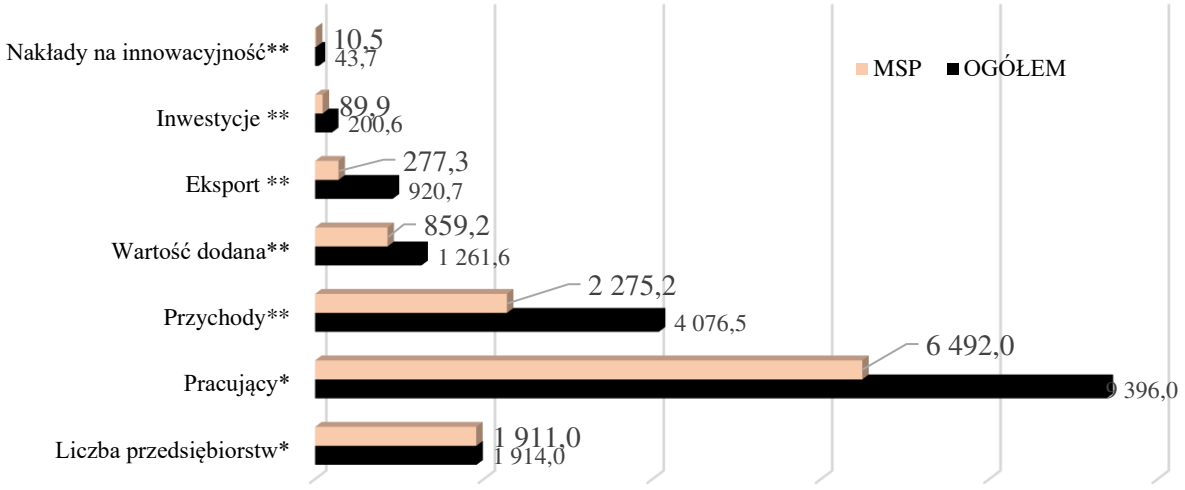
Pojawia się przypuszczenie, że nie istnieje wpływ dominujący, jeżeli inwestorzy wymienieni w akapicie drugim ust.2 nie angażują się bezpośrednio lub pośrednio w zarządzanie przedmiotowym przedsiębiorstwem, bez uszczerbku dla ich praw jako udziałowców. Przedsiębiorstwa pozostające w którymś ze związków opisanych w akapicie pierwszym z jednym lub kilkoma innymi przedsiębiorstwami, lub też inwestorzy, o których mowa w ust.2 są również traktowani jako związani. Przedsiębiorstwa pozostające w jednym z takich związków z osobą fizyczną lub grupą osób fizycznych działających wspólnie również są traktowane, jak przedsiębiorstwa związane, jeżeli prowadzą swoją działalność lub część swojej działalności na tym samym odpowiadającym rynku lub rynkach pokrewnych. Za „rynek pokrewny uważa się rynek dla danego produktu lub usługi znajdujący się bezpośrednio na

[12] Art.3.2. Załącznika nr 1 Rozporządzenia Komisji (WE) Nr 364/2004 z dnia 25 lutego 2004 roku, s.11-12.

poziomie upstream lub downstream w stosunku do odpowiedniego rynku."[13] Reasumując, zgodnie z Rozporządzniem Komisju (WE), są to te przedsiębiorstwa, w których ponad 50% udziałów lub równoważnej kontroli posiada inne przedsiębiorstwo.

1.2 Rola mikro, małych i średnich przedsiębiorstw – analiza na tle wybranych wskaźników makroekonomicznych w Polsce i Unii Europejskiej

Istotną rolę - z punktu zarządzania finansami przedsiębiorstw oraz możliwością wyceny emisji i szacowania wysokości kapitału, który można pozyskać na rozwój przedsiębiorczości - odgrywają osiągane wskaźniki ekonomiczne (zobacz też: Szczepankowski, 2007). Trend sektora MSP od roku 2008 generalnie można nazwać wzrostowym, szczególnie w ujęciu całościowym, ponieważ nastąpiła aprecjacja wielkości przychodów MSP o 23.1%, wartości dodanej o 35.1%, eksportu o 73%[14], nakładów na inwestycje i innowacje (odpowiednio 24.3% i 16.3%) (wykres 1.1).



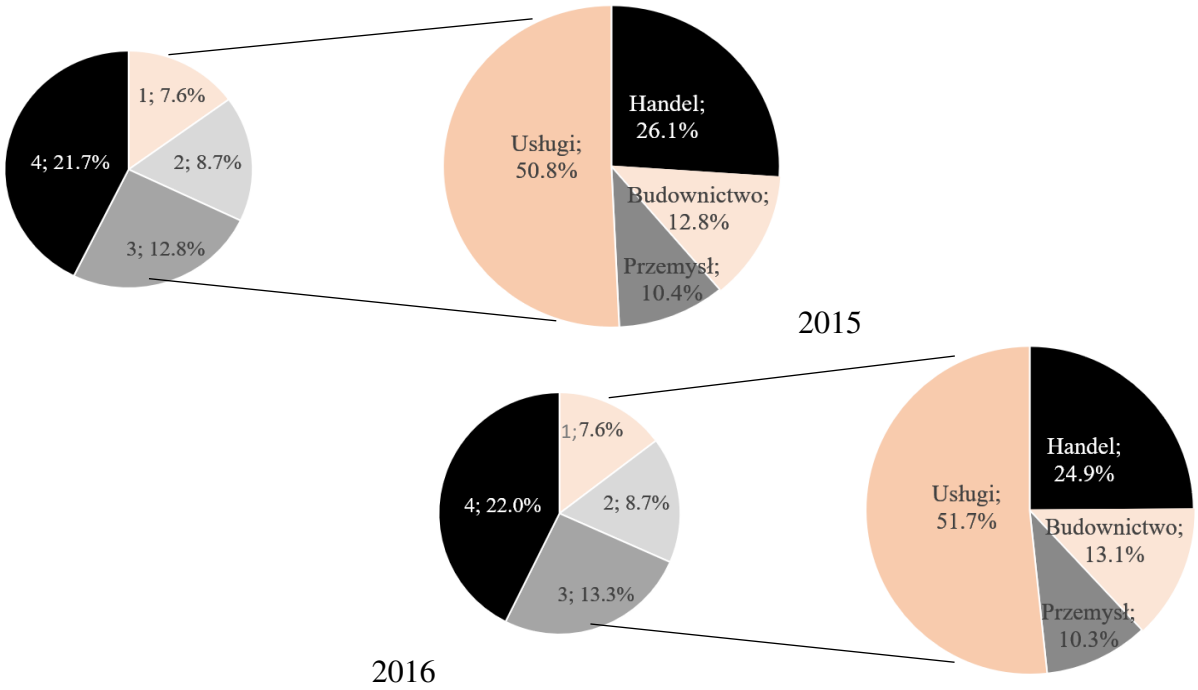
*w tys. PLN ** w mld PLN

Wykres 1.1 Wybrane wskaźniki zaangażowania kapitału w MSP w 2016 roku
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych PARP, 2018

Rozpatrując sektor bardziej szczegółowo, ważny element będzie stanowić branża, którą reprezentuje potencjalny uczestnik rynku kapitałowego, a także wyniki, jakie osiąga sektor jego działalności gospodarczej. W tym aspekcie badaniu zostały poddane osiągane wartości dodane brutto w poszczególnych sektorach oraz branżach, dla których rynek kapitałowy (zarówno giełda jak i fundusze private equity) wyliczają adekwatne subindeksy i wskaźniki rentowności.

[13] Art.3.2. Załącznika nr 1 Rozporządzenia Komisji (WE) Nr 364/2004 z dnia 25 lutego 2004 roku, s.12-13.
[14] Wartość dodana z lat 2008-2014.

Mikro, małe i średnie przedsiębiorstw odgrywają znaczącą rolę w każdej gospodarce krajowej, specjalizując się w każdym obszarze gospodarczym, co pozwala im wpływać na wszystkie sektory i branże aktywnie funkcjonujące na rynkach zarówno krajowych, jak i globalnych. Dominującą dziedziną w podziale na strukturę branżową w Polsce odgrywa sektor usług (50.8% udział w 2015 r. wzrósł do 51.7% w 2016 r.), następnie handel (26.1% udział w 2015 r. spadł do 24.9% w 2016 r.), sektor budowlany (12.8% udział w 2015 r. wzrósł do 13.1.% w 2016 r.) i przemysł (10.4% udział w 2015 r. jest najstabilniejszym, osiągając 10.3% w 2016r. – jest jednak zdominowany przez duże przedsiębiorstwa - 51.6%). Oznacza to, iż tendencja, że co drugie przedsiębiorstwo z sektora MSP profesjonalnie świadczy usługi, co czwarte zajmuje się handlem, co ósme prowadzi działalność w branży budowlanej, a każde dziesiąte działa w przemyśle pozostała zachowana w badanym okresie (PARP, 2018, s.15) (wykres 1.2).



Sekcje B-L, L-N, P-S PKD 2007; 1 -Transport i gospodarka maszynowa ; 2 - Opieka zdrowotna i pomoc społeczne ; 3 - Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna ; 4 - Pozostałe

Wykres 1.2 Struktura MSP według podstawowego obszaru działalności w Polsce w latach 2015 i 2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie GUS, 2016; GUS 2017

Zebrane i analizowane udziały, dotyczące poszczególnych wskaźników MSP w gromadzonych i upublicznianych danych są często upowszechniane w sposób niejasny, bądź w sprzecznych wartościach, co znacząco wpływa na ich wartość poznawczą (np. waluta, liczba krajów UE). Różnice wynikające z wartości w poszczególnych parametrach, publikowane

przez instytucje rządowe, pozwalają mimo wszystko na dokonanie analizy porównawczej Polski na tle pozostałych krajów UE-28 (tabela 1.4) (PARP, 2017b).

Tabela 1.4 Wybrane wskaźniki makroekonomiczne przedsiębiorstw w Polsce i UE

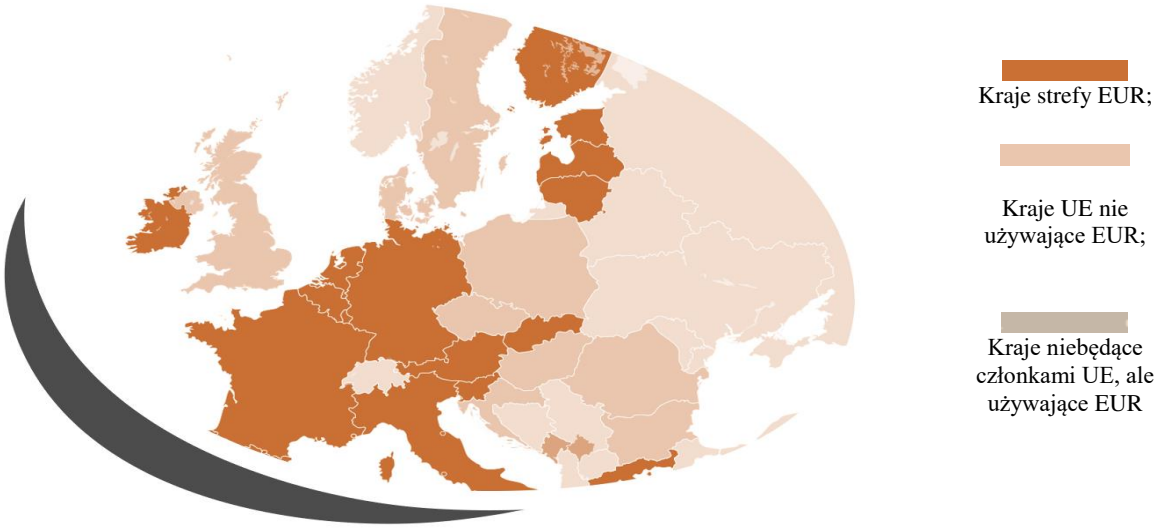
WYBRANY WSKAŹNIK	POLSKA	UE-28
Udział MSP w całkowitej liczbie przedsiębiorstw	99.80%	99.80%
w tym mikro:	95.50%	92.80%
małe:	4.40%	6.00%
średnie:	0.90%	1.00%
Wartość dodana brutto według czynników produkcji wytwarzania	43.70%	47.30%
Udział w wartość dodanej brutto		
w tym mikro:	15.80%	20.60%
małe:	13.80%	17.70%
średnie:	21.50%	18.50%
Udział pracujących w przedsiębiorstwach MSP:	68.90%	66.80%
w tym mikro:	36.30%	29.50%
małe:	14.50%	20.20%
średnie:	18.20%	17.10%
Średnie koszty osobowe / h*	8.6 EUR	25.4 EUR
Wartość dodana na jedno przedsiębiorstwo	120.7 tys. EUR	303.0 tys. EUR
Obroty na jedno przedsiębiorstwo*	573.5 tys. EUR	1 178.4 tys.EUR
Nakłady na działalność innowacyjną*,**	728.1 tys. EUR	932.8 tys.EUR
Inwestycje*	47.4 mld EUR	43.8 mld EUR

* dane dotyczą wszystkich aktywnych przedsiębiorstw działających na rynkach
**bez mikroprzedsiębiorstw
Źródło: opracowanie własne na podstawie PARP, 2017b

Analiza danych potwierdza udział i strukturę MSP zbliżoną do średniej UE-28, jednakże całkowicie inny rozkład wewnątrz sektora, w którym w Polsce zdecydowanie dominują mikroprzedsiębiorstwa (udział większy o 2.7%) oraz występuje zdecydowanie mniejsza liczba małych przedsiębiorstw (1.6%). Ewidentnych różnic w przynależności do grupy średnich przedsiębiorstw nie stwierdzono (tabela 1.4). Zauważalna jest jednak zdecydowana różnica wartości dodanej brutto według czynników produkcji (3.6%) oraz udział wartości dodanej wśród średnich przedsiębiorstw, które w Polsce wykazują udział wyższy niż w Unii Europejskiej (o 4.0%).

Nieporównywalne są jednak koszty osobowe przeliczane na jedną godzinę pracy wśród wszystkich przedsiębiorstw aktywnie działających na rynku. W momencie, gdy w Polsce wynoszą one 8.6 EUR, średnia dla UE-28 osiąga 25.4 EUR. W związku z tym przedsiębiorców w Polsce czekają w przyszłości zmiany w parametryzacji poszczególnych wskaźników, po

dołączeniu Polski do strefy euro, co przy byciu partycypantem Unii Europejskiej jest kolejnym krokiem, umożliwiającym prowadzenie bardziej spójnej polityki gospodarczej i walutowej, będącym dowodem istnienia integracji europejskiej. Zgodnie z danymi portalu Unii Europejskiej, codziennie około 338.6 mln osób w 19 krajach dokonuje transakcji w tej walucie (https://europa.eu/european-union/about-eu/money/euro_pl, dostęp z dnia 26.10.2018) (rysunek 1.1). Krajami spoza strefy euro, które muszą spełniać kryteria konwergencji (tzw. Maastricht)[15] są: Bułgaria, Chorwacja, Czechy, Polska, Rumunia, Szwecja i Węgry. Z przyjęcia euro zrezygnowały: Dania i Wielka Brytania, którą czeka rozpoczęcie brexitu[16], a warunki proceduralne w dalszym ciągu są negocjowane (stan na 12.02.2019 r. https://www.rp.pl/tagi/brexit/8356#!page/2019-02-12) . Euro jest jednak prawomocną walutą w: Monako, San Mariono i Watykanie (kraje nie będące członkami UE, które od 2002 r. wprowadziły euro do obiegu gotówkowego), Andora (od 2015 r.), Czarnogóra i Kosowo (rysunek 1.1).



Rysunek 1.1 Strefa EUR

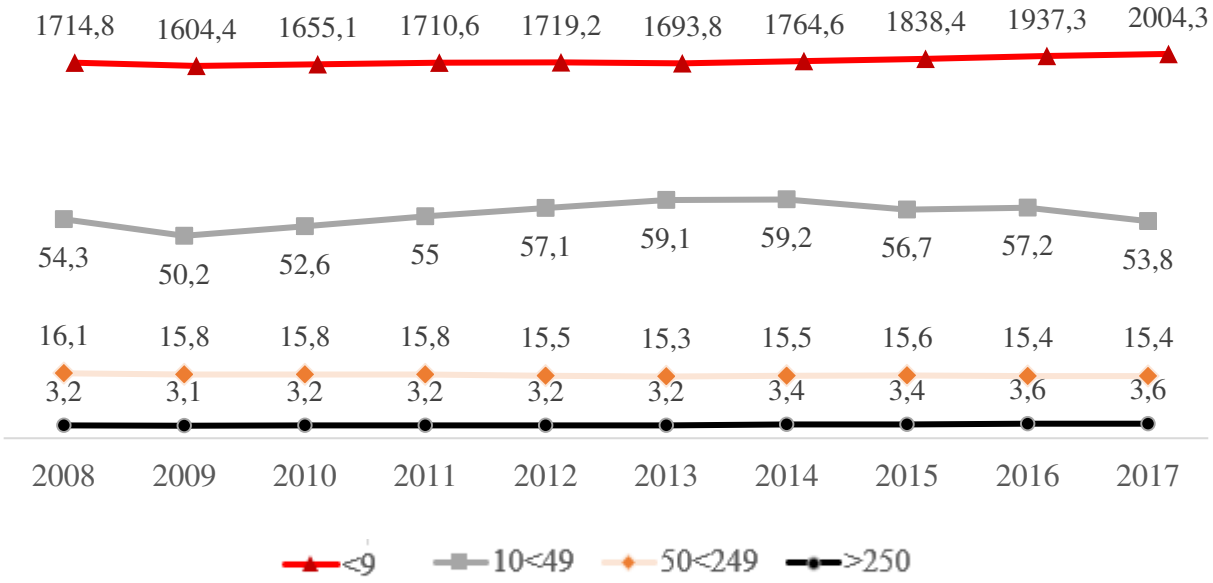
Źródło: opracowanie własne na podstawie Eurostat, dostęp z 02.03.2018 r.

[15] Kryteria gospodarczo-prawne uzgodnione w 1992 r. w traktacie z Maastricht, który nazywany jest „Traktatem o Unii Europejskiej" (ang. „*Treaty on European Union*"). Stanowi umowę, która została najpierw parafowana (11.12.1991r.), a następnie podpisana (07.02.2992r.) w Holandii, w miejscowości Maastricht. Traktat wszedł w życie po przeprowadzeniu referendów w 12 krajach członkowskich w dniu 01.11.1993 r. i był zmieniany ustaleniami kolejnych traktatów z Amsterdamu (17.06.1997 r.), następnie z Nicei (12.12.2000 r.) i Lizbony (13.12.2007 r.). Traktat reguluje postanowienia o relacjach dotyczących zarówno Unii Gospodarczej jak i Walutowej, celem koherencji narodów należących do UE w aspekcie zarówno spójności gospodarczej jak i społecznej.

[16] Brexit jest nazwą potoczną, określająca wystąpienie Wielkiej Brytanii ze struktur Unii Europejskiej, którego początek dało referendum przeprowadzone w Anglii w czerwcu 2016 roku.

1.2.1 Liczba i struktura przedsiębiorstw aktywnych

Liczba przedsiębiorstw zarówno w Polsce jak i w Unii Europejskie regularnie rośnie, przy czym dynamika krajowa jest wyższa niż unijna. Z danych opublikowanych w 2018 roku przez agencje rządowe wynika, iż liczba przedsiębiorstw aktywnych w latach 2010-2015 zwiększyła się w Polsce o 8.5%, a w UE-28 7.3% (odpowiednio: z 1.5 mln w 2010 r. do 1.6 mln w 2015 r. w Polsce; 21.8 mln w 2010 r. do 23.4 mln w 2015 r. w UE-28), przy statystykach ogólnych, rejestrujących 2.01 mln przedsiębiorstw niefinansowych na koniec 2016 roku (wykres 1.3) (PARP, 2018, s.12; PARP , 2017, s.5).



Wykres 1.3 Liczba MSP aktywnych w Polsce w latach 2008-2017 [w tys.]
Źródło: opracowanie własne na podstawie GUS 2009-2018

Oznacza to 12.6% osiągniętego wzrostu w relacji z rokiem 2008 (1.8 mln zarejestrowanych, aktywnych, przedsiębiorstw niefinansowych), przy czym najbardziej dynamiczny wzrost (o 5.2%) miał miejsce w latach 2015 - 2016 (z 1.9 mln przedsiębiorstw w 2015 r. do 2.01 mln w 2016 r.) (PARP, 2018, s.12).

Tendencja rosnąca zarówno liczby, jak i tempa wzrostu utrzymuje się od 2013 roku tylko wśród mikroprzedsiębiorstw. Zależność taka występowała wśród małych podmiotów do 2011 roku, natomiast po tym okresie, nie można było wyznaczyć jednolitego trendu, podobnie jak wśród średnich przedsiębiorstw. Analiza danych wykazała, iż od 2012 roku w pozostałych wielkościach firm, relacji podobnej do zachodzącej w mikroprzedsiębiorstwach nie stwierdzono. Zatem powiązań zapewniających poprawny rozwój wewnątrz sektora: powstawanie mikroprzedsiębiorstw, które z czasem przekształcają się kolejno w małe, średnie

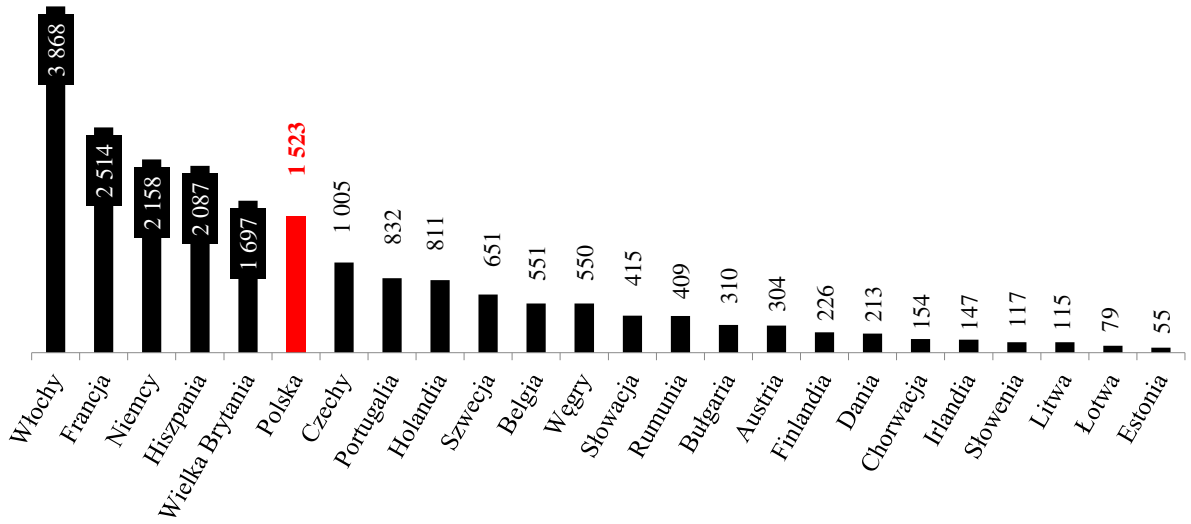
i duże przedsiębiorstwa stwierdzić w badanym okresie nie można w oczywisty sposób - brak jednoznacznego trendu. Tempo wzrostu jest stałe jedynie w grupie najmniejszych podmiotów gospodarczych, natomiast wśród małych i średnich przedsiębiorstw ulega widocznej rotacji, co bezpośrednio wpływa na odstępstwa wewnątrz sektora (tabela 1.5).

Tabela 1.5 Liczba i tempo wzrostu mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2008-2017 [w tys.]

PODZIAŁ	LATA									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
LICZBA PRZEDSIĘBIORSTW										
Mikro	1714.8	1604.4	1655.1	1710.6	1719.2	1693.8	1764.6	1838.4	1937.3	2004.3
Małe	54.3	50.2	52.6	55.0	57.1	59.1	59.2	56.7	56.7	53.8
Średnie	16.1	15.8	15.8	15.8	15.5	15.3	15.5	15.6	15.6	15.4
TEMPO WZROSTU [%]; ROK 2008 = 100.0										
Mikro	100.00	93.56	103.16	103.35	100.50	98.52	104.18	104.18	105.38	103.56
Małe	100.00	92.45	104.78	104.56	103.82	103.50	100.17	95.78	100.00	94.06
Średnie	100.00	98.14	100.00	100.00	98.10	98.71	101.31	100.65	100.00	100.00

Źródło: badania własne na podstawie danych PARP z lat 2009-2018

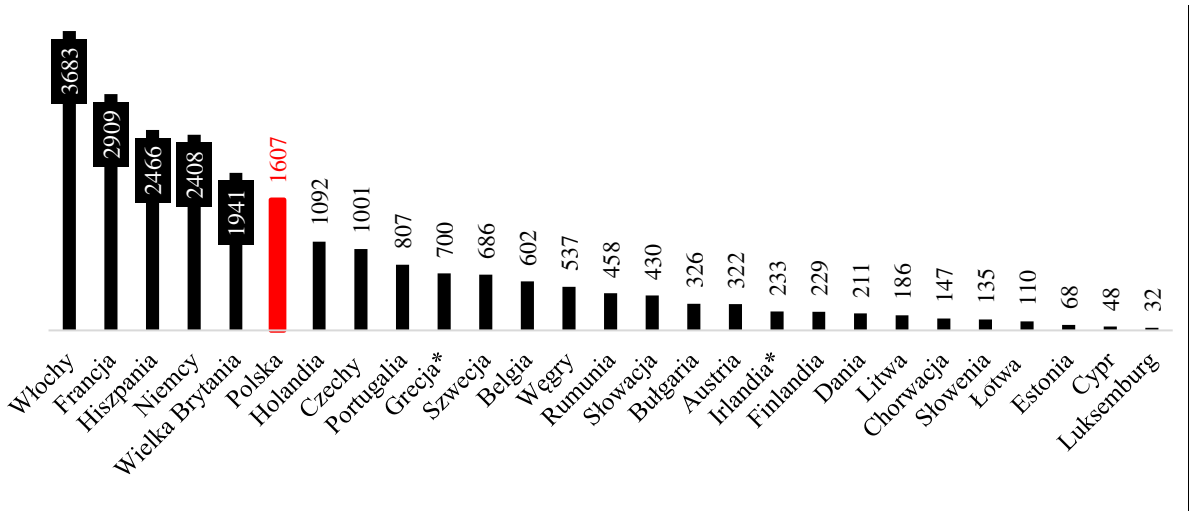
Polska od 2011 roku jest szóstą gospodarką Unii Europejskiej pod względem liczby przedsiębiorstw (wykres 1.4). Zdecydowaną większość tej grupy stanowią małe i średnie przedsiębiorstwa, ponieważ aż 99.8%. Dane Eurostat[17] wykazują łączną liczbę firm w krajach UE-28 na poziomie 22 mln. Liderem w rankingu są Włochy. Do pierwszej piątki wchodzą: Francja, Niemcy, Hiszpania i Wielka Brytania (wykres 1.4).



Wykres 1.4 Liczba przedsiębiorstw aktywnych w wybranych krajach UE w 2011 roku [w tys.]
Źródło: raport PARP za 2010-2011, s.19

[17] Dane Eurostat za 2011 r., dotyczą sekcji B-N i S 95 NACE Rev. 2 (sekcja K jest objęta jedynie częściowo i dotyczy usług ubezpieczeniowych, instytucji kredytowych i funduszy emerytalnych). Dane Eurostatu na temat liczby przedsiębiorstw dotyczą roku 2011, jedynie w przypadku Włoch, Francji i Litwy są to dane za rok 2010.

Do 2015 roku skład liderów rynkowych w analizowanym kryterium liczby przedsiębiorstw nie uległ zmianie, jedynie modyfikowane były pozycje w rankingu (Niemcy spadły na trzecią lokatę, wyprzedzone przez Hiszpanię) (wykres 1. 5).



*Dane z 2014 r.

Wykres 1.5 Liczba przedsiębiorstw aktywnych w wybranych krajach UE w 2015 roku [w tys.]

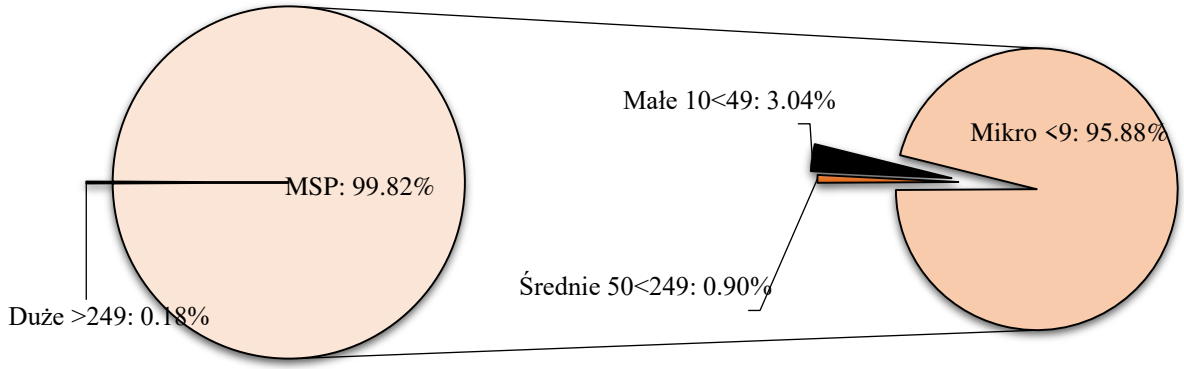
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, dostęp 11.11.2018 r.

W związku z tym przeprowadzono szczegółową analizę podziału wewnątrz tego sektora. Precyzyjne badania obrazują zróżnicowane znaczenie mikroprzedsiębiorczości w tym sektorze oraz determinanty wpływające na wybór poszczególnych źródeł finansowania umożliwiających rozwój poszczególnym pod-segmentom, które bezpośrednio przekładają się na ocenę wiarygodności i możliwości inwestycyjnych wśród podmiotów działających w Polsce i w UE-28. Polska struktura o 2.6 p.p. przeważa średnią unijną w analizowanym kryterium (odpowiednio: mikrofirmy: PL 95.5%, UE 92.9%), przy jednoczesnym, o tyle samo większym udziale małych firm, czyli tych cechujących się najbardziej dynamicznym rozwojem (odpowiednio mikrofirmy: PL 3.4%, UE 6.0%) (tabela 1.6) (wykres 1.6, 1.7 i 1.8).

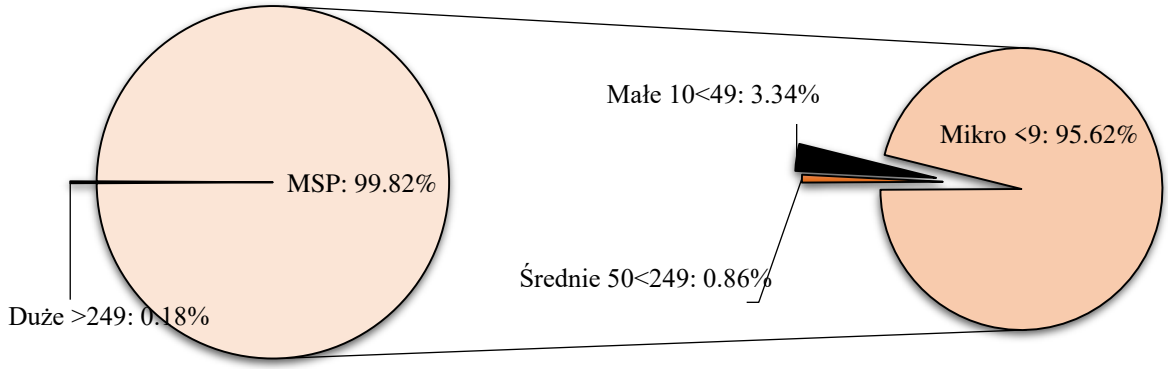
Tabela 1.6 Udział MSP w liczbie przedsiębiorstw w Polsce w latach 2008-2017

LATA	OGÓŁEM [w tys.]	< 9	10<49	50<249	>249
2008	1 715	95.88%	3.04%	0.90%	0.18%
2011	1 711	95.85%	3.08%	0.89%	0.18%
2013	1694	95.62%	3.34%	0.86%	0.18%
2014	1765	95.76%	3.21%	0.84%	0.18%
2015	1 838	96.05%	2.96%	0.82%	0.18%
2016	1937	96.22%	2.84%	0.76%	0.18%
2017	2 004	96.22%	2.59%	0.74%	0.17%

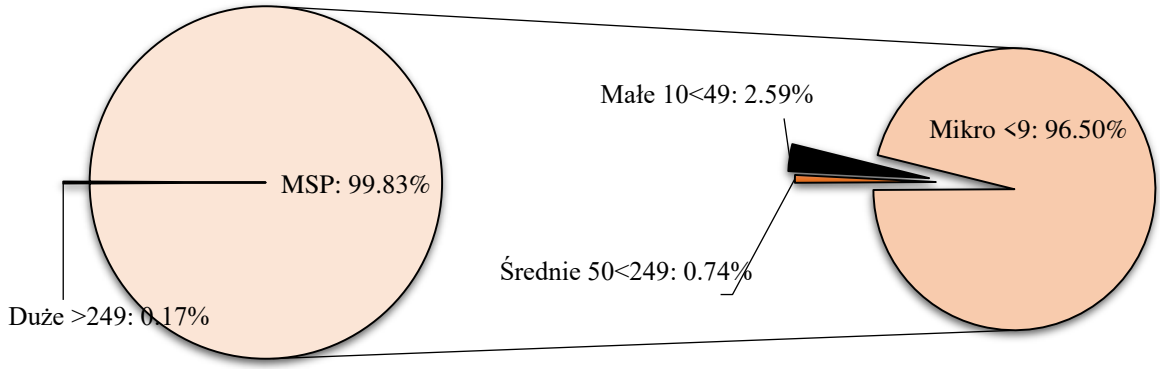
Źródło: opracowanie własne na podstawie PARP, 2009-2018, GUS, 2018, s.16



Wykres 1.6 Udział MSP w liczbie przedsiębiorstw w Polsce w 2008 roku
Źródło: opracowanie własne na podstawie PARP, 2009



Wykres 1. 7 Udział MSP w liczbie przedsiębiorstw w Polsce w 2013 roku
Źródło: opracowanie własne na podstawie PARP, 2013-2018



Wykres 1.8 Udział MSP w liczbie przedsiębiorstw w Polsce w 2017 roku
Źródło: opracowanie własne na podstawie PARP, 2013-2018

Struktura przedsiębiorstw w Polsce stopniowo upodobnia się do unijnej, jednakże w dalszym ciągu krajowym rynkiem władają mikroprzedsiębiorstwa, których udział jest mniejszy niż w UE (PARP, 2011-2017). Mikro, małe i średnie firmy stanowią w Unii - podobnie jak w Polsce - przeważającą większość przedsiębiorstw (UE 99.8%). Rozbieżności można zauważyć jedynie w strukturze podziału udziałów poszczególnych segmentów MSP: udział małych firm w Polsce (3.1%) jest o połowę mniejszy od średniej dla UE (6.2%), zaś udział podmiotów średniej wielkości jest zbliżony do średniej unijnej (0.9% – Polska, 1.0% – UE). Oznacza to, iż w strukturach Polski dominacja mikroprzedsiębiorstw powinna stopniowo być eliminowana, przez co rozumiane jest stwarzanie im warunków do rozwoju. Oznacza to powstanie systemu zachęt do zatrudniania coraz większej liczby pracowników, a także dogodnych warunków umożliwiających skuteczne pozyskiwanie efektywnych źródeł finansowania, w tym poprzez korzystanie z - o wiele szerszej niż rynek pieniężny proponuje - oferty rynku kapitałowego, celem ich rozwoju i wzrostu.

1.2.2 Udział MSP w wytwarzaniu PKB

Działające w Polsce przedsiębiorstwa generują blisko trzy czwarte polskiego PKB (74.0% w 2015 r., 71.8% w 2011 r., 71.1% w 2008 r.). Ostatnie załamanie miało miejsce w 2010 roku, po którym utrzymuje się systematyczna, wyznaczona rokiem 2011 tendencja wzrostowa. Generalnie od 2008 roku udział MSP w tworzenie tego makroekonomicznego wskaźnika wzrósł o 2.8 p.p. do 50% w 2014 roku. Istotnym jest również, iż inklinacja ta jest obserwowana wśród przedsiębiorstw wszystkich wielkości wewnątrz sektora (odpowiednio mikro: z 29.9% do 30.2%, małych z 7.4% do 8.9%, średnich z 9.9% do 11%). W tym samym okresie duże przedsiębiorstwa odnotowały tendencję ujemną (spadek z 23.9% do 23.4%) (PARP, 2017, s.5). Sektor przedsiębiorstw jednocześnie wytwarza 73.4% wartości polskiego PKB, w czym 50.0% udziału należy do małych i średnich przedsiębiorstw (PARP, 2017, s.19).

Analizując udziały w PKB można zaobserwować, iż MSP generują co drugą złotówkę (49.9% w 2015 r., 50.1% w 2013 r., 47.3% w 2011 r.), w tym najmniejsze firmy prawie co trzecią (30.5% w 2015 r., 30.8%% w 2013 r., 29.4% w 2011 r.) (tabela 1.7).

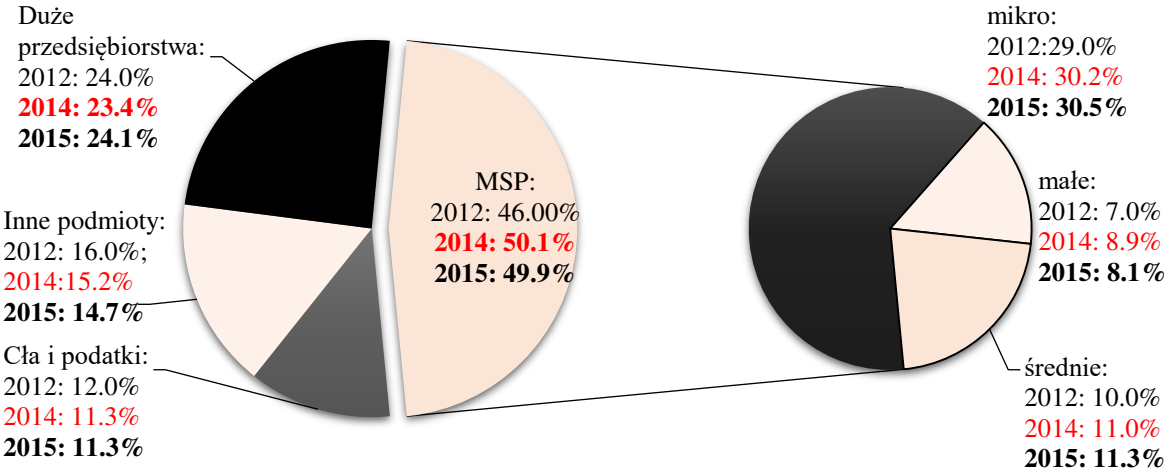
Tabela 1.7 Udział wartości dodanej brutto wytwarzanej przez przedsiębiorstwa w PKB według liczby pracujących w latach 2004-2015

LATA	PKB (mln PLN)	PKB POLSKI W LATACH 2004-2015							
		Ogółem	MSP				>249	Cła i podatki*	Inne podmioty
			MSP	< 9	10<49	50<249			
2004	923 248	70.5%	48.6%	31.0%	7.6%	10.0%	21.9%	11.1%	18.3%
2005	983 302	70.3%	47.8%	31.5%	7.4%	8.9%	22.5%	11.9%	17.8%
2006	1 060 031	70.6%	47.7%	31.0%	7.4%	9.3%	22.9%	12.2%	17.2%
2007	1 178 737	70.9%	47.4%	30.4%	7.2%	9.8%	23.5%	12.5%	16.7%
2008	1 275 432	71.1%	47.2%	29.9%	7.4%	9.9%	23.9%	12.5%	16.5%
2009	1 343 366	72.3%	48.4%	30.4%	7.9%	10.1%	23.9%	11.1%	16.5%
2010	1 416 447	71.7%	47.7%	29.6%	7.7%	10.4%	24.0%	11.9%	16.5%
2011	1 528 127	71.8%	47.3%	29.4%	7.8%	10.1%	24.5%	12.2%	16.1%
2012	1 596 378	73.0%	48.5%	29.7%	7.8%	11.0%	24.5%	11.4%	15.6%
2013	1 662 678	73.5%	50.1%	30.8%	8.8%	10.6%	23.4%	11.2%	15.3%
2014	1 719 146	73.4%	50.0%	30.2%	8.9%	11.0%	23.4%	11.2%	15.2%
2015	1799321	74.0%	49.9%	30.5%	8.1%	11.3%	24.1%	11.3%	14.7%

*Pozycja ta obejmuje podatki i cła od importu (łącznie z podatkiem akcyzowym), VAT – podatek od towarów i usług (od produktów krajowych i zagranicznych), podatek akcyzowy od produktów krajowych, podatki od niektórych rodzajów usług (np. od gier losowych i zakładów wzajemnych), wpłaty (składki) dokonywane przez budżet państwa do budżetu Unii Europejskiej z tytułu tzw. tradycyjnych środków własnych tj. opłaty celne, rolne, cukrowe oraz wpłaty (składki) obliczane na podstawie podatku VAT, dotacje do produktów.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów GUS z lat 2005-2016 i PARP z lat 2019-2018

Należy stwierdzić, iż udział średnich podmiotów jest trzy razy mniejszy (11.3% w 2015 r., 10.6% w 2013 r., 10.1% w 2011 r.) niż mikro, a małych – prawie cztery razy (8.1% w 2015 r., 8.8% w 2013r., 7.8%% w 2011 r.)[18] i od 2014 roku maleje, lecz na rzecz średnich przedsiębiorstw (wykres 1.9).



Wykres 1.9 Udział małych i średnich przedsiębiorstw w tworzeniu PKB w latach 2012-2015

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, 2012; PARP, 2017, s.20; PARP, 2018 s.18

[18] Zestawienia w raporcie PARP oparte są na danych z GUS obejmujących przedsiębiorstwa należące do sekcji B-J, L-N, P-S PKD 2007, dane Eurostat – B-N i S95 NACE Rev.2, (sekcja K jest objęta jedynie częściowo i dotyczy usług ubezpieczeniowych, instytucji kredytowych i funduszy emerytalnych) a dane KE (SBA Fact Sheet 2013): B-J, L-N NACE Rev.2.

Miko, małe i średnie przedsiębiorstwa stopniowo osiągają coraz wyższe wskaźniki, zwiększając tym samym zarówno znaczenie dla gospodarki jak i możliwość wywierania wpływów ekonomicznych. Analiza danych z badanych kilkunastu lat wykazuje bowiem zdecydowany trend wzrostowy zarówno przychodów (23%), jak i produkcji (19%) oraz wartości dodanej (14%) na jedno przedsiębiorstwo (PARP, 2017, s.5).

Rodzaj branży działalności przedsiębiorstw implikuje możliwości pozyskiwania źródeł finansowania, w związku z czym stanowi jedną z determinant umożliwiających wykorzystywanie instrumentów rynku kapitałowego. W przypadku MSP, zauważalny jest zdecydowanie odwrotny trend wśród wiodących przedsiębiorstw w porównaniu z dużymi firmami (usługi i przemysł), pomimo zbliżonych wag pozycyjnych udziałów, nie mających odzwierciedlenia w ich wartościach (MSP waga I, 42.8% udział; duże firmy: waga I przemysł, 58.1% udział) (tabela 1.8).

Tabela 1.8 Dynamika wzrostu i udział w tworzeniu PKB według obszaru działalności i wielkości przedsiębiorstw w latach 2014-2015

PRZEDSIĘBIORSTWO / BRANŻA			PRZEMYSŁ	BUDOWNICTWO	HANDEL	USŁUGI
MSP	2014	**waga**	**III**	**IV**	**II**	**I**
		udział [%]	17.9	12	27.3	42.8
Duże firmy		**waga**	**I**	**IV**	**III**	**II**
		udział [%]	58.1	4.1	9.7	28.1
MSP	2015	**waga**	**III**	**IV**	**II**	**I**
		udział [%]	18.1	12.3	26.8	42.8
Duże firmy		**waga**	**I**	**IV**	**III**	**II**
		udział [%]	58.7	4	9.8	27.6
DYNAMIKA [p.p.]						
MSP			**0.2**	**0.3**	**-0.5**	**0**
Duże firmy			**0.6**	**-0.1**	**0.1**	**-0.5**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych PARP, 2017, s.21; PARP, 2018, s.19

Można zatem wnioskować, iż mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa zapewniają polskiej gospodarce nie tylko większy, ale i zdecydowanie bardziej stabilny oraz bardziej zdywersyfikowany udział w PKB, niż duże przedsiębiorstwa, które - gdyby nie przemysł - w każdej z analizowanych branż odznaczają się zdecydowanie niższymi udziałami (4.1%, 9.7%, 28.1%) (tabela 1.8). Dynamika zmian badanych lat wskazuje na coraz mniejszą aktywność MSP w działalności handlowej, na rzecz przemysłu i budownictwa (wzrost odpowiednio o +0.2 p.p. i +0.3 p.p,), przy jednoczesnym coraz większym udziale dużych przedsiębiorstw w przemyśle i zauważalnej rezygnacji z sektora usług (odpowiednio: +0.6 p.p. i -0.5 p.p.).

1.2.3 Współczynnik przedsiębiorczości, nakłady inwestycyjne i innowacyjność MSP

Określając współczynnik przedsiębiorczości i prowadząc badania dotyczące tego zagadnienia, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości (PARP) przyjmuje następujące miary: „ (1) liczbę aktywnych przedsiębiorstw przypadającą na 1000 mieszkańców (dla przedsiębiorstw mikro, małych i średnich), (2) liczbę pracujących osób przypadających na jeden aktywny podmiot w firmach mikro, małych i średnich, (3) pracujących w przedsiębiorstwach aktywnych (mikro, małych i średnich) w przeliczeniu na 1000 mieszkańców, (4) wielkość przychodów na jedne aktywne przedsiębiorstwo mikro, małe i średnie, (5) przychody na pracującego w aktywnej firmie mikro, małej i średniej, (6) udział wskaźnika poziomu kosztów, (7) poziom przeciętnego wynagrodzenia w przedsiębiorstwach aktywnych małych i średnich, (8) wielkość nakładów inwestycyjnych na jedno przedsiębiorstwo mikro, małe i średnie, (9) nakłady inwestycyjne na pracującego w aktywnym przedsiębiorstwie mikro, małym i średnim" (PARP, 2018, s.35).

Wartość badania uzyskuje się po zastosowaniu specjalnego wskaźnika, uwzględniającego 26 pod-rankingów (wzór 1.1):

$$WS = (p*n-x)*100/max(p*n-x)$$

gdzie:
n – liczba zmiennych, x – liczba punktów ze zmienną stanowiącą sumę miejsc zajętych przez region w rankingu w poszczególnych pod-rankingach, p – liczba miejsc w rankingu, max (p*n-x) – max liczba punktów, jakie można uzyskać w przypadku zajęcia pierwszego miejsca we wszystkich pod-rankingach (PARP, 2018, s.35)

Wzór. 1.1 Współczynnik przedsiębiorczości

Źródło: PARP, 2017

Otrzymany w ten sposób wskaźnik - nazywany syntetycznym - wyznacza poziom realizacji maksymalnego w danym regionie wyniku - poprzez poszukiwanie najwyższego rezultatu w badanych podrankingach.

Poziom przedsiębiorczości występujący w poszczególnych regionach Polski jest wskaźnikiem fluktuacyjnym. Od kilku lat pozycję numer jedne w rankingu osiąga województwo mazowieckie, jakkolwiek analiza danych wykazuje, iż rok 2006 odznaczył się wyższym syntetycznym wskaźnikiem przedsiębiorczości w tym regionie niż 2016 roku – zatem mimo utrzymania pozycji numer jeden w kraju, przedsiębiorczość spadła tam w badanym okresie poniżej możliwego osiągniętego już ekstremum (tabela 1.9).

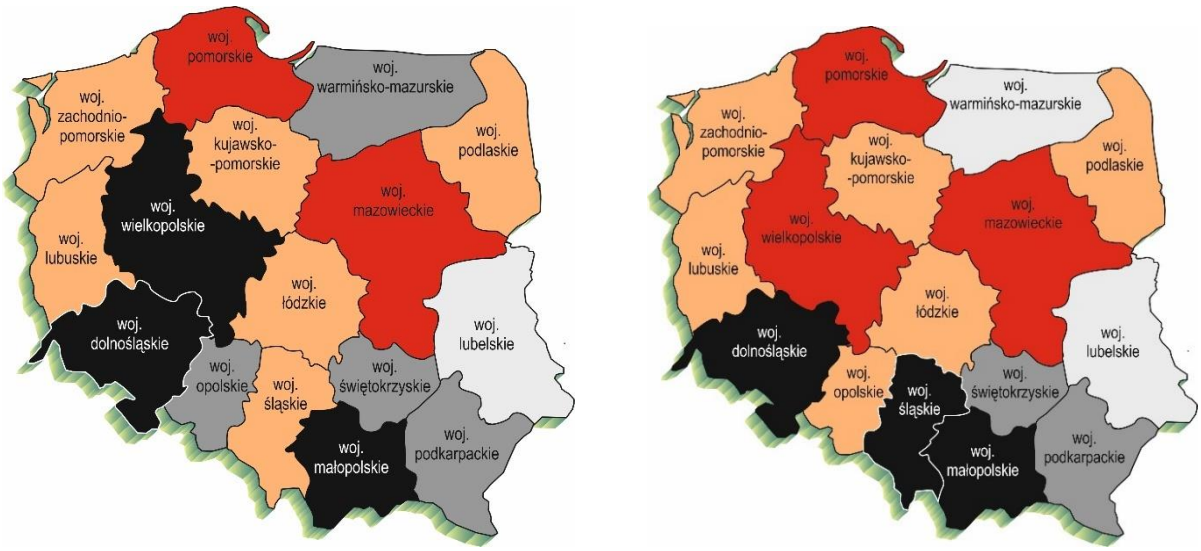
W analizowanym okresie, do wiodących regionów Polski należy również województwo pomorskie (70.3 w 2006 r., 76.2 w 2016 r.), oraz rotacyjnie i ze zdecydowanie różnymi

wskaźnikami, ale z tendencją rosnącą województwa: wielkopolskie, dolnośląskie, małopolskie i śląskie (tabela 1.9 i 1.10) (rysunek 1.2).

Tabela 1.9 Poziom przedsiębiorczości sektora MSP w latach 2005-2016 – ujęcie regionalne

WOJEWÓDZTWO	LATA				WOJEWÓDZTWO	LATA			
	2005	2006	2007	2016		2005	2006	2007	2016
Mazowieckie	84.5	92.8	86.67	84.6	Kujawsko-pomorskie	43.5	45.4	38.21	45.1
Pomorskie	60.8	70.3	67.69	76.2	Podlaskie	44	44.9	44.36	41
Wielkopolskie	81.8	62.8	67.44	75.6	Lubuskie	40.3	44.6	55.13	43.8
Dolnośląskie	58.8	61.5	54.1	63.8	Podkarpackie	37.3	38.5	40.26	28.7
Małopolskie	55	61	55.13	62.6	Świętokrzyskie	44.8	33.8	39.49	26.9
Śląskie	49.8	53.3	57.95	64.4	Opolskie	42.8	33.8	40.26	42
Zachodniopomorskie	52	51	52.88	54.6	Warmińsko-mazurskie	23.8	30.8	24.62	19.2
Łódzkie	50.8	45.6	50	51.5	Lubelskie	30.5	29.7	25.9	19.2

Źródło: Andrzejczyk D., Przedsiębiorczość małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce – ujęcie regionalne, Roczniki Ekonomiczne Kujawsko – Pomorskiej Szkoły Wyższej w Bydgoszczy, Nr 3, Bydgoszcz 2010, s.140; PARP, raporty z lat 2005-2016



2006 **2016**

Rysunek 1.2 Poziom przedsiębiorczości w ujęciu regionalnym w latach 2006 i 2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z PARP, 2008-2018

Tabela 1.10 Szczegółowe ujęcie składowych syntetycznych wskaźnika przedsiębiorczości i zmiany analizowanych wskaźników

2016	Przedsiębiorstwa aktywne na 1000 mieszkańców			Pracujący na podmiot aktywny			Pracujący w ...na 1000 mieszkańców			Przychody na podmiot aktywny (w mln PLN)			Przychody na pracującego w .... (w mln PLN)			Udział kosztów w przychodach (%)			Przeciętne wynagrodzenie brutto w... (PLN)		Nakłady inwestycyjne na przedsiębiorstwo (w tys. PLN)			Nakłady inwestycyjne na pracującego w (w tys. PLN)		
	mikro	małe	średnie	mikro	małe	średnie	mikro	małe	średnie	mikro	mały	średni	mikro	małym	średnim	mikro	małym	średnim	średnim	małym	mikro	małe	średnie	mikro	małym	średnim
Dolnośląskie	53,57	1,38	0,39	1,91	20,78	107,41	102,39	28,77	42,35	0,45	8,77	49,68	0,24	0,42	0,46	0,85	0,93	0,98	4586	4016	10,80	339,64	2256,51	5,65	16,34	21,01
Kujawsko-pomorskie	43,15	1,39	0,39	1,90	20,95	103,97	82,11	29,09	40,86	0,39	8,36	44,88	0,20	0,40	0,43	0,84	0,94	0,96	3689	3291	12,80	264,43	1650,17	6,73	12,62	15,87
Lubelskie	37,13	1,17	0,25	1,95	20,35	103,31	72,58	23,84	25,86	0,46	7,59	41,65	0,24	0,37	0,40	0,88	0,95	0,97	3573	2955	10,24	248,55	1341,69	5,24	12,21	12,99
Lubuskie	46,53	1,36	0,39	2,03	21,10	106,48	94,66	28,76	41,66	0,48	8,30	38,30	0,23	0,39	0,36	0,86	0,94	0,94	3765	3220	10,41	206,05	2156,15	5,12	9,77	20,25
Łódzkie	48,85	1,47	0,38	2,03	20,90	102,91	99,40	30,80	39,05	0,41	8,54	39,72	0,20	0,41	0,39	0,85	0,94	0,95	3653	3179	12,34	298,83	2313,67	6,06	14,30	22,48
Małopolskie	53,29	1,72	0,40	2,07	20,43	103,05	110,47	35,17	41,31	0,46	8,85	46,27	0,22	0,43	0,45	0,86	0,94	0,95	4304	3486	13,55	277,26	1885,26	6,53	13,57	18,30
Mazowieckie	67,84	1,62	0,51	2,01	20,77	106,65	136,19	33,67	54,10	0,64	16,90	86,86	0,32	0,81	0,81	0,89	0,95	0,96	5952	5154	29,62	365,44	3561,10	14,75	17,60	33,39
Opolskie	38,73	1,32	0,34	2,02	19,96	105,98	78,38	26,35	35,75	0,46	7,80	52,41	0,22	0,39	0,49	0,86	0,93	0,97	4072	3304	10,88	245,83	2144,01	5,38	12,32	20,23
Podkarpackie	35,94	1,38	0,34	1,97	20,48	105,61	70,71	28,27	35,69	0,38	6,90	41,83	0,19	0,34	0,40	0,90	0,93	0,89	3420	2839	10,68	271,51	1750,62	5,43	13,26	16,58
Podlaskie	39,10	1,16	0,31	1,87	21,12	100,71	73,24	24,51	31,15	0,46	8,95	43,38	0,25	0,42	0,43	0,86	0,94	0,96	3521	3033	12,19	303,27	1597,13	6,51	14,36	15,86
Pomorskie	55,46	1,49	0,42	1,88	20,89	107,20	104,14	31,14	45,46	0,49	9,71	53,60	0,26	0,46	0,50	0,86	0,94	0,96	4604	4061	12,64	290,98	2704,62	6,73	13,93	25,23
Śląskie	46,85	1,70	0,42	2,10	20,54	106,72	98,50	34,96	44,48	0,48	9,28	48,37	0,23	0,45	0,45	0,88	0,94	0,95	4281	3679	12,76	249,19	2380,26	6,07	12,13	22,30
Świętokrzyskie	39,49	1,19	0,29	1,95	20,85	103,54	77,01	24,77	29,58	0,43	7,48	38,87	0,22	0,36	0,38	0,87	0,93	0,93	3792	2966	6,91	269,97	1544,42	3,54	12,95	14,92
Warmińsko-mazurskie	37,22	1,07	0,32	1,91	21,01	103,63	71,28	22,44	33,26	0,38	7,53	33,76	0,20	0,36	0,33	0,87	0,94	0,96	3422	2987	9,88	271,61	1547,53	5,16	12,92	14,93
Wielkopolskie	56,72	1,72	0,49	2,06	21,03	104,95	117,06	36,09	51,73	0,51	10,49	51,71	0,25	0,50	0,49	0,88	0,95	0,94	4039	3542	16,95	303,27	1903,52	8,21	14,42	18,14
Zachodniopomorskie	56,10	1,39	0,35	1,87	20,50	102,94	104,85	28,58	35,92	0,44	8,85	41,25	0,24	0,43	0,40	0,83	0,96	0,93	4256	3616	10,94	313,61	2221,34	5,85	15,30	21,58

Zmiany 2016-2015	Przedsiębiorstwa aktywne na 1000 mieszkańców			Pracujący na podmiot aktywny			Pracujący w ...na 1000 mieszkańców			Przychody na podmiot aktywny (mln PLN)			Przychody na pracującego w .... (w mln PLN)			Udział kosztów w przychodach (%)			Przeciętne wynagrodzenie brutto w... (PLN)		Nakłady inwestycyjne na przedsiębiorstwo (w tys. PLN)			Nakłady inwestycyjne na pracującego w (w tys. PLN)		
	mikro	małe	średnie	mikro	małe	średnie	mikro	małe	średnie	mikro	mały	średni	mikro	małym	średnim	mikro	małym	średnim	średnim	małym	mikro	małe	średnie	mikro	małym	średnim
Dolnośląskie	2,87	0,02	-0,01	-0,09	-0,46	1,78	1,08	-0,19	0,16	0,00	0,00	1,70	0,01	0,01	0,01	0,03	0,01	0,02	265,00	119,00	1,39	-24,45	-223,23	0,94	-0,79	-2,47
Kujawsko-pomorskie	1,46	0,05	-0,02	-0,10	-0,60	-1,08	-1,52	0,28	-2,09	-0,04	-0,39	1,75	-0,01	-0,01	0,02	-0,01	0,01	0,02	159,00	69,00	-3,82	-106,46	-883,55	-1,56	-4,59	-8,25
Lubelskie	1,18	0,05	-0,01	-0,06	-0,17	1,07	0,14	0,74	-0,99	0,03	-0,63	1,87	0,02	-0,03	0,01	0,00	0,01	0,00	146,00	-13,00	-4,89	-88,62	-391,96	-2,27	-4,22	-3,97
Lubuskie	1,95	-0,01	0,00	-0,01	-0,52	1,20	3,63	-0,88	0,70	0,01	0,40	3,42	0,00	0,03	0,03	0,01	0,02	0,03	275,00	118,00	-2,05	-95,46	41,60	-0,98	-4,18	0,16
Łódzkie	2,19	-0,03	-0,01	0,03	-0,23	1,35	5,82	-1,06	-0,54	-0,02	-0,09	1,04	-0,01	0,00	0,01	-0,02	0,00	0,01	175,00	107,00	-3,28	10,59	-354,87	-1,72	0,66	-3,79
Małopolskie	2,78	0,06	0,00	0,09	-0,40	-0,93	10,55	0,51	-0,55	-0,02	-0,27	-1,11	-0,02	0,00	-0,01	0,01	0,01	0,03	226,00	36,00	0,75	-50,93	-486,80	0,07	-2,18	-4,52
Mazowieckie	5,64	0,03	0,00	0,07	-0,33	1,21	15,91	0,02	0,21	-0,02	-0,26	5,00	-0,02	0,00	0,04	0,00	0,01	0,01	222,00	63,00	3,16	-71,09	63,12	1,07	-3,09	0,21
Opolskie	1,14	-0,04	0,00	-0,08	-0,68	1,80	-0,75	-1,73	0,71	0,04	-0,04	5,59	0,03	0,01	0,05	0,02	0,01	0,01	163,00	115,00	-5,23	-110,60	-77,58	-2,28	-4,95	-1,09
Podkarpackie	1,67	0,02	-0,01	-0,06	-0,09	0,85	1,20	0,38	-0,85	-0,02	-0,01	4,45	0,00	0,00	0,04	0,04	0,00	-0,06	163,00	38,00	-3,25	16,68	-259,91	-1,44	0,87	-2,62
Podlaskie	1,63	0,02	0,01	0,02	-0,59	0,66	3,63	-0,29	1,44	0,00	-0,49	-0,95	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	0,01	0,00	113,00	92,00	-1,83	-109,00	-478,11	-1,04	-4,63	-4,88
Pomorskie	3,40	-0,03	-0,02	-0,08	-0,22	0,35	2,14	-0,91	-1,86	0,04	-0,16	1,42	0,03	0,00	0,01	0,01	0,03	0,04	258,00	54,00	-1,14	-98,57	-350,25	-0,30	-4,52	-3,36
Śląskie	1,47	-0,01	-0,01	0,00	-0,30	0,55	3,01	-0,82	-0,56	0,02	0,08	0,44	0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	-0,01	230,00	60,00	1,19	-80,24	81,16	0,57	-3,67	0,65
Świętokrzyskie	2,24	-0,03	-0,01	0,00	-0,33	1,18	4,20	-1,12	-0,46	0,01	0,15	1,17	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02	-0,02	164,00	62,00	-2,10	-61,37	-826,88	-1,06	-2,69	-8,25
Warmińsko-mazurskie	0,76	-0,08	-0,01	-0,02	-0,31	2,27	0,61	-1,95	0,10	-0,03	0,18	0,54	-0,01	0,01	0,00	0,02	0,02	0,01	136,00	82,00	-1,20	-36,32	-724,33	-0,56	-1,52	-7,48
Wielkopolskie	2,54	0,04	-0,01	0,00	-0,33	2,34	5,09	0,33	-0,32	0,02	-0,04	2,97	0,01	0,01	0,02	0,02	0,03	0,00	189,00	92,00	-1,10	-34,12	-158,71	-0,52	-1,38	-1,96
Zachodniopomorskie	2,13	0,04	0,00	-0,01	-0,19	1,00	3,26	0,66	0,04	0,03	-1,13	-2,98	0,02	-0,05	-0,03	-0,01	0,02	-0,01	266,00	-21,00	-7,07	-3,09	-1113,00	-3,72	-0,01	-11,13

Skala 3-kolorowa; minimum – najniższe wartości przyjmują kolor szary, punkt środkowy – mediana – biały, najwyższe, maksymalne wartości – kolor czerwony' kolory o mniejszej intensywności (czerwonego / szarego) w zależności od zabarwienia znajdują się pomiędzy ekstremami a wartością środkową.

Źródło: PARP, 2018, s.4

Zgodnie z wynikami badań zawartymi w tabeli 1.10, statystki wyglądają odwrotnie w relacji inwestycji dokonywanych w podziale uwzględniającym wielkość przedsiębiorstwa. W badanym okresie widoczny jest spadek nakładów inwestycyjnych we wszystkich wielkościach firm w ogólnym podziale, jednakże szczegółowa analiza dowodzi, iż nie miała ona miejsca tylko w mikroprzedsiębiorstwach. Generalnie 56% kwot zostało zainwestowane przez duże przedsiębiorstwa (106 mld PLN), 19% przez średnie firmy (15.7 mln PLN), mikro 16% (13.2 mld PLN) i małe 9% (7.4 mld PLN) (PARP, 2018, s.25) (tabela 1.11).

Tabela 1.11 Wartość i tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych na nowe i używane środki trwałe w latach 2008-2016

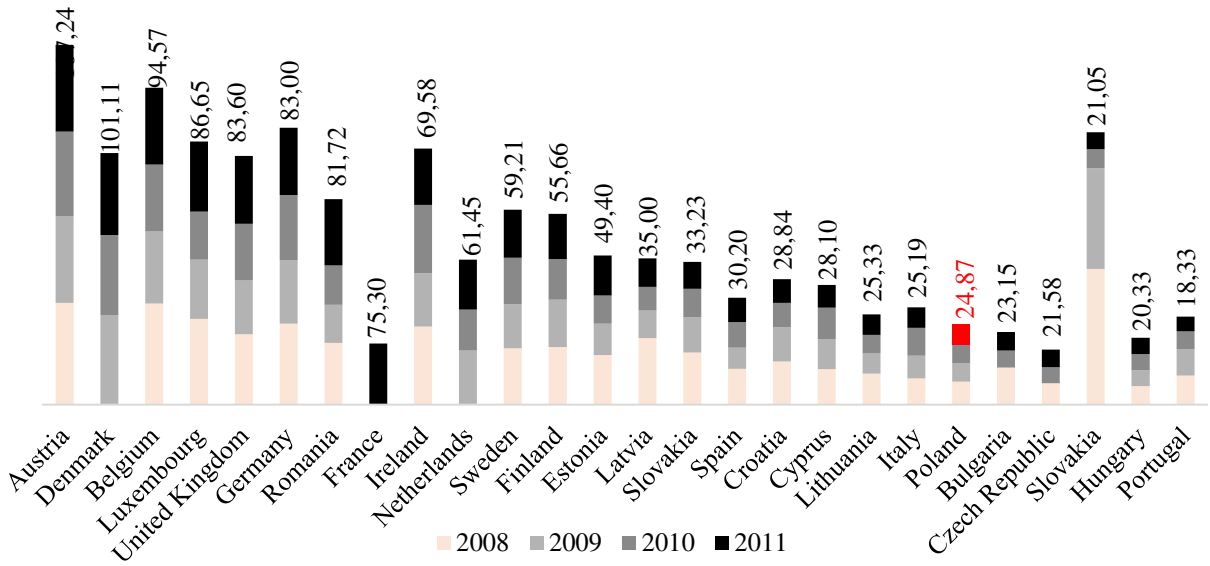
PODZIAŁ	LATA								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
NAKŁADY INWESTYCYJNE I WYDATKI NA ZAKUP UŻYWANYCH ŚRODKÓW TRWAŁYCH [mld PLN]									
MSP	71.3	69.1	71.3	80.8	74.5	78.9	85.4	89.9	82.6
MSP na jedno przedsiębiorstwo	40.0	41.4	41.4	41.1	41.6	44.6	46.4	47.0	41.1
Duże	85.7	74.7	70.6	80.4	80.4	83.3	97.9	110.7	106.0
TREND NAKŁADÓW INWESTYCYJNYCH I WYDATKÓW NA ZAKUP UŻYWANYCH ŚRODKÓW TRWAŁYCH [%]									
MSP	100.0	96.91	103.18	113.32	92.20	105.91	108.24	105.27	91.88
MSP na jedno przedsiębiorstwo	100.0	103.50	100.00	99.28	101.22	107.21	104.04	101.29	87.45
Duże	100.0	87.16	94.51	113.88	100.00	103.61	117.53	113.07	95.75

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z PARP, 2018, s.26

Głównym źródłem finansowania nakładów inwestycyjnych mikro, małych i średnich przedsiębiorstw są środki własne, których zaangażowanie w ostatnim analizowanym okresie wyniosło 60.3%, następnie 21.1% stanowią kredyty i pożyczki krajowe oraz 7.4% źródła zagraniczne (PARP, 2018, s.26).

Interesujących wyników dostarcza analiza wartości średniej nakładów inwestycyjnych, przypadającej na jedno mikor, małe i średnie przedsiębiorstwo w Polsce, zarejestrowane w danej formie prawnej. Statystycznie, osoby fizyczne zwiększyły swoje zaangażowanie w przeciągu 10 lat prawie 2.5-krotnie, podczas gdy osoby prawne o 1.4-krotnie, jednocześnie wartości kwot są zdecydowanie różne. Analiza sektora MSP osób prawnych dostarcza równie interesujących danych. Wykazano, iż udziałem zaangażowania w inwestycje mikrofirmy potrafią dorównać, a nawet przewyższyć sektor małych przedsiębiorstw (widoczne podobieństwo w partycypowaniu widnieje od 2012 r.) (Małecka, 2015c, s.51-52).

Dokonując analizy wartości nakładów inwestycyjnych całego sektora MSP należy zwrócić uwagę, iż osiągane wyniki są zdecydowanie niższe od wykazanych w krajach Unii Europejskiej (wykres 1.10).



Wykres. 1.10 Nakłady inwestycyjne na środki trwałe na jedno przedsiębiorstwo w UE
Źródło: Małecka, 2015c, s.53

Do krajów wiodących należy: Austria i Dania, następnie Belgia, Luksemburg, Wielka Brytania i Niemcy. Polska w badanym okresie (24.9 tys. EUR), przewyższyła jedynie Bułgarię, Czechy, Słowację, Węgry i Portugalię. Znalazła się również w gronie krajów, które w badanym okresie zanotowały wzrost nakładów inwestycyjnych, mimo niskiej dynamiki w całej UE (tabela 1.12).

Tabela 1.12 Tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych na środki trwałe na jedno przedsiębiorstwo w krajach UE

TEMPO WZROSTU; 2008 = 100 [w %]									
KRAJ	2008	2009	2010	2011	KRAJ	2008	2009	2010	2011
Austria	100.0	84.8	83.3	85.4	Litwa	100.0	41.4	35.7	42.7
Dania*	bd	100.0	89.3	91.6	Słowacja	100.0	67.8	54.7	51.8
Belgia	100.0	71.2	66.1	75.8	Hiszpania	100.0	58.5	71.1	68.1
Luksemburg	100.0	68.7	55.9	81.8	Chorwacja	100.0	79.7	57.1	54.4
Wielka Brytania	100.0	76.6	80.4	96.4	Cypr	100.0	84.2	87.8	63.9
Niemcy	100.0	78.1	80.8	83.1	Litwa	100.0	64.4	59.8	66.1
Rumunia	100.0	61.5	63.3	107.2	Włochy	100.0	87.7	106.2	78.2
Francja	bd	0.0	0.0	0.0	Polska	100.0	78.8	82.2	87.3
Irlandia	100.0	68.9	87.5	72.4	Bułgaria	100.0	0.0	45.8	50.7
Holandia*	bd	100.0	75.6	92.1	Czechy	100.0	0.0	74.1	81.4
Szwecja	100.0	78.8	82.5	85.5	Słowenia	100.0	74.4	14.0	12.6
Finlandia	100.0	82.6	70.2	78.5	Węgry	100.0	87.3	86.8	89.5
Estonia	100.0	63.5	57.3	81.0	Portugalia	100.0	92.5	60.0	51.3

*Ze względu na brak wszystkich danych w 2008 r., rok 2009 stanowi bazę obliczeń
Źródło: opracowanie własne na podstawie PARP, 2014

Podkreślenia wymagają spadki, które dotknęły Irlandię, Cypr, Włochy i Portugalię. Wartym zaznaczenia jest również fakt, iż w tym samym okresie inwestycje w środki trwałe na jedno przedsiębiorstwo w Szwajcarii wynosiły 275.3 tys. EUR, a Norwegii 118.5 tys. EUR.

Dalsza analiza wskazała, że mikro, małe i średni przedsiębiorstwa w Polsce stopniowo inwestują coraz więcej. W relacji z PKB nakłady na działalność B+R wzrosły w ostatnich 5 latach o 24.3%. Nakłady mikrofirm nie wykazują jednorodnej tendencji wzrostowej, tak jak małych i średnich przedsiębiorstw, ale ich wzrosty są o wiele szybsze. Natomiast działalność inwestycyjna, aktywowana głównie dzięki przedsiębiorstwom przemysłowym (zasadniczo poprzez zakup maszyn i urządzeń technicznych) w badanym okresie, miała zdecydowanie jednorodną tendencje wzrostową, przy czym największy z nich dotyczy 2015 roku (16.3%). W podziale na sektory można zaobserwować wynik braku stabilizacji w działaniach inwestycyjnych i innowacyjnych, bowiem wysokie fluktuacje utrzymują przedsiębiorstwa przemysłowe (wzrost o 17.5%) oraz usługowe (spadek z 13.5% w 2008 r. do 9.8% w 2015 r.), przy czym tendencja ta może być utrzymana ze względu na coraz większy odsetek firm powstających w dziedzinie usług (PARP, 2017, s.5-6).

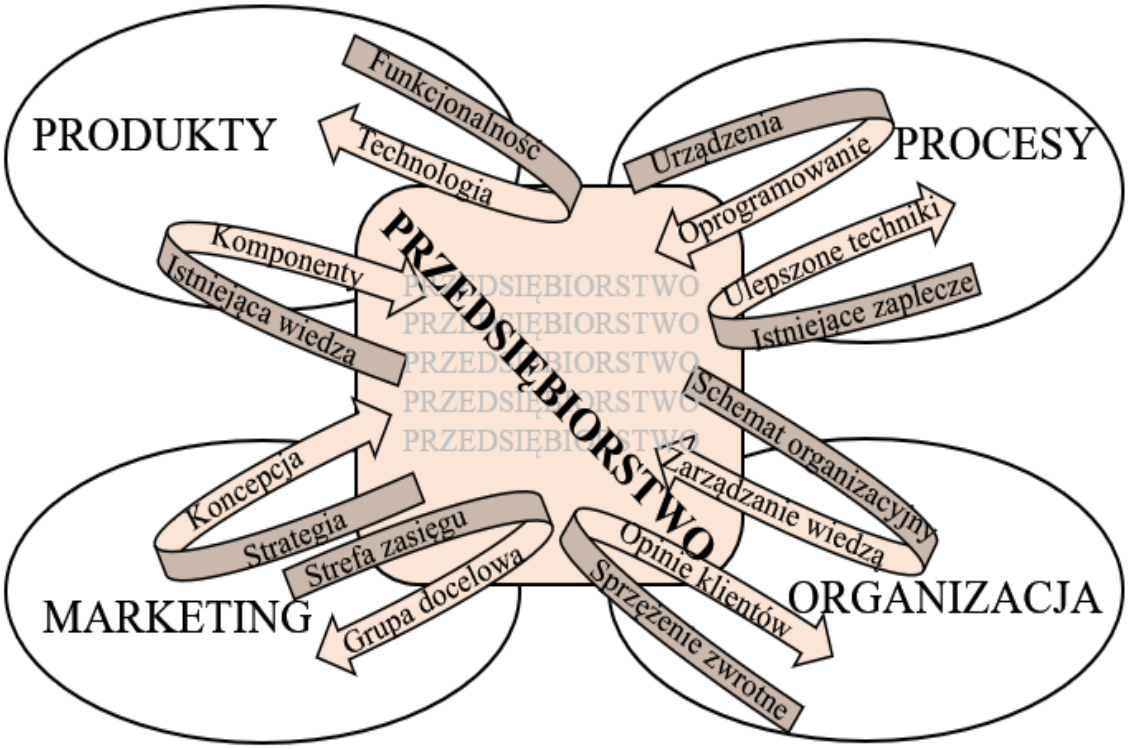
Innowacyjność przedsiębiorstw, jak już podkreślano, jest zagadnieniem wieloznacznym, jednakże zdecydowanie wpływającym na wielodyscyplinarność przedsiębiorczości, która nie ma możliwości efektywnego zaistnienia, bez poszukiwania i pozyskiwania skutecznych źródeł finansowania. Najczęściej pojęcie innowacyjności skupia wokół siebie wszystko co ma charakter naukowy, jest związane z technologią, ale także organizacją, finansowaniem i działaniami komercyjnymi, które zmierzają do wprowadzenia innowacji (zobacz też: Poznańska, 2015b; Poznańska, 2011; Zastempowski, 2007). Z punktu widziana prowadzonych rozważań istotne znaczenie ma działalność badawczo-rozwojowa (B+R), która nie oznacza kreacji konkretnych innowacji, jednakże również w niej się zawiera. Podział klasyczny uwzględnia klasyfikację innowacji ze względu na obszar działania w zakresie:

(1) produktu - wprowadzanie nowych produktów lub usług, a także znaczących ulepszeń w istniejących produktach i usługach (w specyfikacji technicznej, komponentach, oprogramowaniu, funkcjonalności)

(2) procesów - wprowadzanie nowych lub w sposób istotny ulepszonych procesów, metod produkcji lub świadczenia usług (zmiana narzędzi, oprogramowania, funkcjonowania procedur, a także wykorzystywanych do tej pory technik)

(3) marketingu - wprowadzanie nowoczesnych systemów reklamy, ulepszeń w relacjach z klientami i elektronicznej (często zdalnej) komunikacji

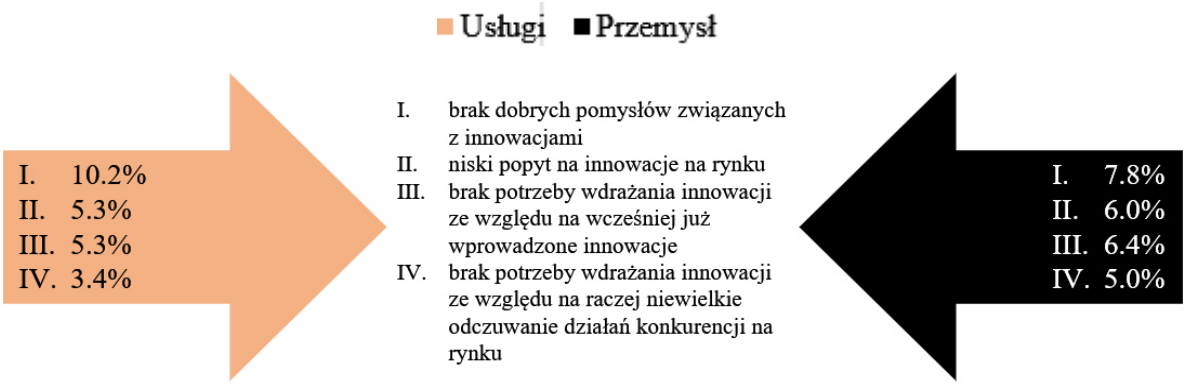
(4) organizacji - znaczące ulepszenia, mające na celu zwiększenie efektywności i wydajności zarówno w zakresie produktów jak i usług (rysunek 1.3).



Rysunek 1.3 Schemat klasycznego podziału innowacji
Źródło: opracowanie własne na podstawie przywołanej literatury przedmiotu

Wyniki badań przeprowadzony przez GUS w latach 2014-2016 i opublikowane pod koniec 2018 roku, wykazały, iż do głównych przyczyn związanych z brakiem wprowadzania innowacji wśród mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce należą:

(1) brak dobrych pomysłów związanych z innowacjami
(2) niski popyt na innowacje na rynku
(3) brak potrzeby wdrażania innowacji ze względu na wcześniej już wprowadzone innowacje
(4) brak potrzeby wdrażania innowacji ze względu na raczej niewielkie odczuwanie działań konkurencji na rynku (rysunek 1.4).



Rysunek 1.4 Główne przyczyny braku wdrażania innowacji w MSP
Źródło: opracowanie własne na podstawie PARP, 2018, s.48

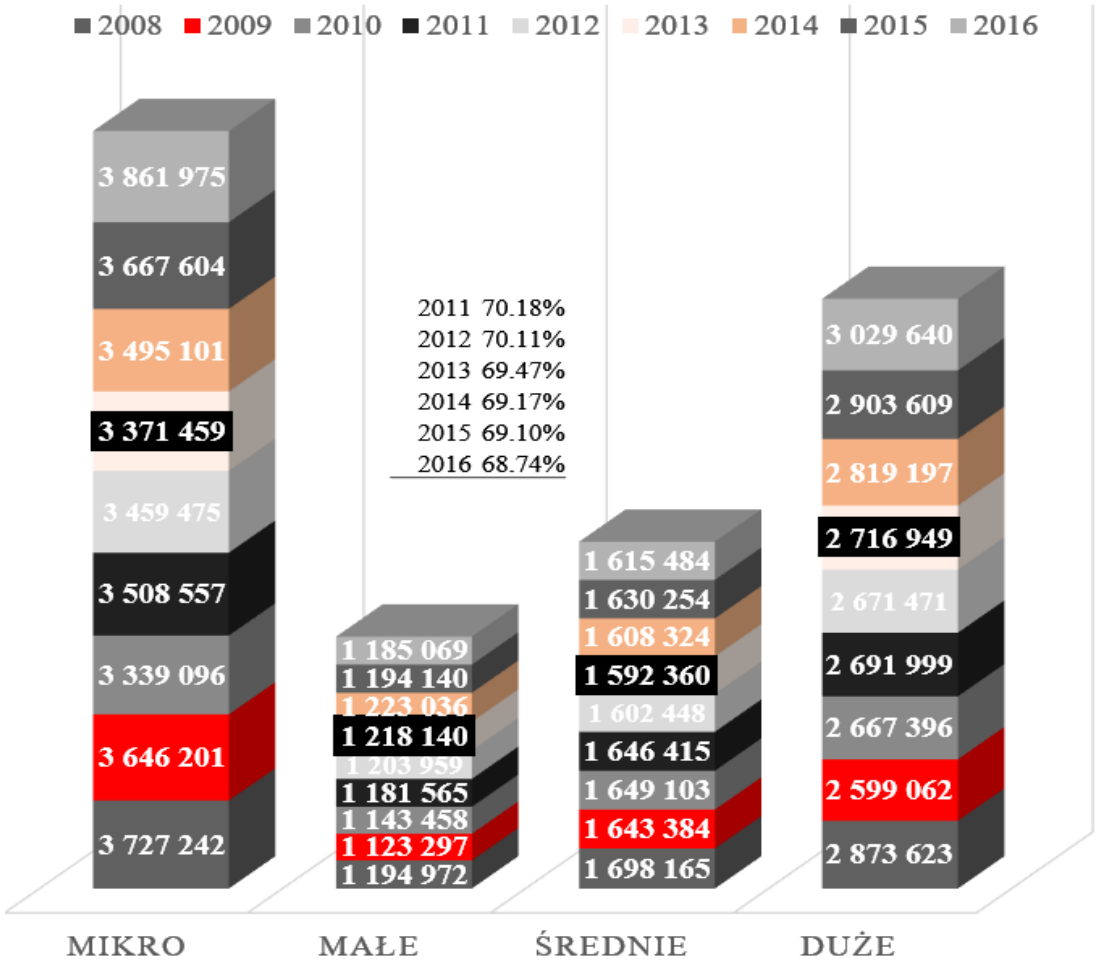
Pierwsza z wymienionych barier innowacji: brak pomysłów, świadczyć może o poziomie przedsiębiorczości w badanym zakresie, ponieważ postrzeganie nowych możliwości rozwoju i perspektywiczne myślenie, jawi się jako zagadnienie problematyczne, dla 10.2% przedsiębiorstw działających w usługach i 7.8% w przemyśle. Oznacza to, iż 18% mikro, małych i średnich przedsiębiorstw nie ma własnej inwencji dotyczącej możliwości udoskonalenia własnej działalności gospodarczej i skorzystania z oferty europejskich, wspierających je w tym zakresie. W związku z tym, jak można również zakładać, nie będą one należeć do grupy tych przedsiębiorstw, które mogą zaistnieć na rynku pierwotnym giełdy (IPO), NewConnect czy Catalyst, nawet w dalszej perspektywie czasowej.

Druga grupa barier innowacji sprowadza się do braku możliwości pozyskania kapitału na rozwój za pośrednictwem alternatywnego systemu obrotu – należy również klasyfikować pozostałych respondentów, których generalnie jest prawie połowa (24.2% reprezentujących usługi i 25.2% przemysł). Badana próba stanowi znaczące źródło informacji o sektorze MSP również w aspekcie możliwości nawiązywania współpracy z funduszami private equity, ceniących innowacyjność i nowe technologie.

Powstaje zatem pytanie, dlaczego w czasach digitalizacji i Internetu, aż 11.3% respondentów uważa, iż na rynku nie występuje odpowiedni poziom popytu na innowacje, a pozostali nie odczuwają działań firm konkurencyjnych, powodujących odpowiednie działania i plany rozwoju własnych przedsiębiorstw. Inaczej mówiąc 8.4% MSP w Polsce, czuje się bezpiecznie w czasach, gdy rynek jest turbulentnym, a konkurencja zwiększa swój zasięg z lokalnych stref wpływu do skali globalnej, wykorzystując każdą z możliwych technologicznych innowacji do zaspakajania potrzeb coraz bardziej wymagających klientów, świadomych swoich wyborów i oczekiwanej jakości - zarówno w zakresie produktów jak i usług.

1.2.4 Liczba pracujących i udział aktywnych zawodowo w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach

Zgodnie z wynikami badań PARP opublikowanymi w połowie 2018 roku, w sektorze MSP na koniec grudnia 2016 roku, pracowało 6.6 mln osób z 9.7 mln wszystkich aktywnych na rynku, co stanowi 68.74% całej pracującej populacji Polski, i wykazuje tendencję malejącą od 2011 roku (70.18% udział w 2011 r., zmniejszał się systematycznie do 68.74% w 2016 r.), co nie zmienia faktu, że nadal najwięcej zatrudnionych pracuje w mikrofirmach (wykres 1.11). Należy podkreślić, iż zaganieniem interesującym jawi się w tych statystykach konieczność wyodrębnienia osób, aktywnych gospodarczo na zasadzie samozatrudnienia, które w Polsce jest badrzo powszechną formą oferowania pracy, szczególnie w wolnych zawodach, jak na przykład przedstawiciel handlowy, od którego wymaga się wyłączności, cedując całą odpowiedzialność i koszty ewidencyjne na współpracownika, a tempo ich liczby stale rośnie (tabela 1.13).



Wykres 1.11 Liczba pracujących i udział aktywnych zawodowo związanych z MSP w latach 2008-1016

Źródło: opracwoanie własne na podstawie danych z PARP, 2018, s.21

Tabela 1.13 Liczba pracujących, udział, tempo i dynamika zmian w 2008-2016

PODZIAŁ	LATA								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	LICZBA PRACUJĄCYCH								
MIKRO	3 727 242	3 646 201	3 339 096	3 508 557	3 459 475	3 371 459	3 495 101	3 667 604	3 861 975
MAŁE	1 194 972	1 123 297	1 143 458	1 181 565	1 203 959	1 218 140	1 223 036	1 194 140	1 185 069
ŚREDNIE	1 698 165	1 643 384	1 649 103	1 646 415	1 602 448	1 592 360	1 608 324	1 630 254	1 615 484
DUŻE	2 873 623	2 599 062	2 667 396	2 691 999	2 671 471	2 716 949	2 819 197	2 903 609	3 029 640
SUMA	9 494 002	9 011 944	8 799 053	9 028 536	8 937 353	8 898 908	9 145 658	9 395 607	9 692 168
	UDZIAŁ W RYNKU PRACY								
MIKRO	39.26%	40.46%	37.95%	38.86%	38.71%	37.89%	38.22%	39.04%	39.85%
MAŁE	12.59%	12.46%	13.00%	13.09%	13.47%	13.69%	13.37%	12.71%	12.23%
ŚREDNIE	17.89%	18.24%	18.74%	18.24%	17.93%	17.89%	17.59%	17.35%	16.67%
DUŻE	30.27%	28.84%	30.31%	29.82%	29.89%	30.53%	30.83%	30.90%	31.26%
	TEMPO WZROSTU. ROK 2008 = 100.0								
MIKRO	100.00%	97.83%	91.58%	105.08%	98.60%	97.46%	103.67%	104.94%	105.30%
MAŁE	100.00%	94.00%	101.79%	103.33%	101.90%	101.18%	100.40%	97.64%	99.24%
ŚREDNIE	100.00%	96.77%	100.35%	99.84%	97.33%	99.37%	101.00%	101.36%	99.09%
DUŻE	100.00%	90.45%	102.63%	100.92%	99.24%	101.70%	103.76%	102.99%	104.34%
	DYNAMIKA ZMIAN								
MIKRO	rok bazowy	-81 041	-307 105	169 461	-49 082	-88 016	123 642	172 503	194 371
MAŁE	rok bazowy	-71 675	20 161	38 107	22 394	14 181	4 896	-28 896	-9 071
ŚREDNIE	rok bazowy	-54 781	5 719	-2 688	-43 967	-10 088	15 964	21 930	-14 770
DUŻE	rok bazowy	-274 561	68 334	24 603	-20 528	45 478	102 248	84 412	126 031
	DYNAMIKA ZMIAN. ROK 2008 = 100.0								
MIKRO	100.00%	-2.22%	-9.20%	4.83%	-1.42%	-2.61%	3.54%	4.70%	5.03%
MAŁE	100.00%	-6.38%	1.76%	3.23%	1.86%	1.16%	0.40%	-2.42%	-0.77%
ŚREDNIE	100.00%	-3.33%	0.35%	-0.16%	-2.74%	-0.63%	0.99%	1.35%	-0.91%
DUŻE	100.00%	-10.56%	2.56%	0.91%	-0.77%	1.67%	3.63%	2.91%	4.16%

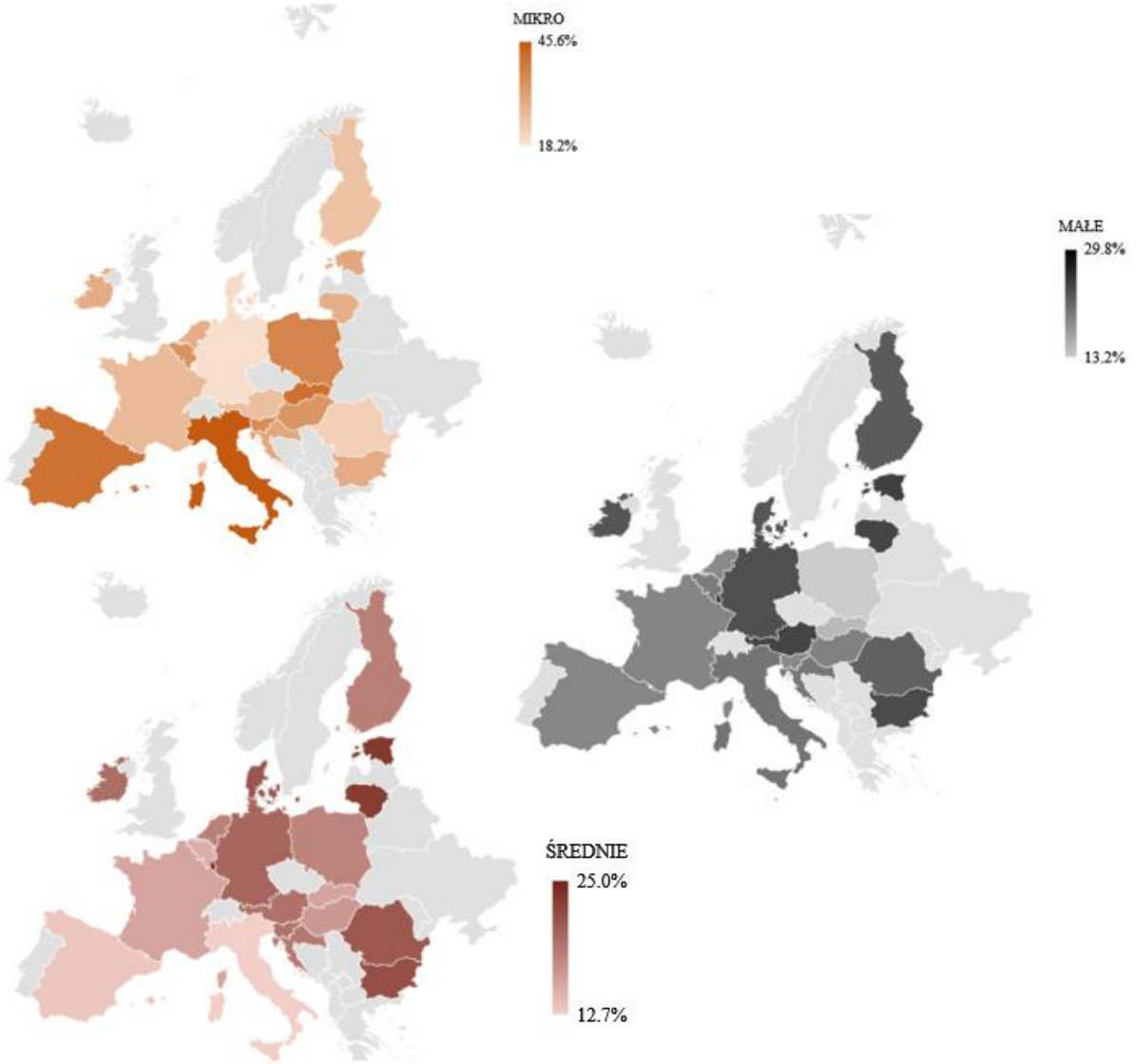
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z PARP z lat 2009-2018

Udział zatrudnienia - jak wskazują Dane Eurostat - od 2011 roku rośnie najszybciej w najmniejszych przedsiębiorstwach, co w sposób znaczący wpływa na wynik całego sektora MSP. Jednakże jest to powiązane nie tylko ze wzrostem liczby przedsiębiorstw, ale z malejącą liczbą pozostałej wielkości firm w analizowanym sektorze (tabela 1.14).

Tabela 1.14 Struktura zatrudnienia w przedsiębiorstwach niefinansowych według wielkości przedsiębiorstw [w %]

PAŃSTWO	MIKRO	MAŁE	ŚREDNIE	DUŻE
Malta	32.4	23.4	23.9	20.3
Łotwa	33.5	24.0	22.0	20.6
Włochy	45.6	20.4	12.7	21.3
Estonia	30.2	24.6	23.4	21.8
Litwa	28.6	24.2	23.1	24.1
Wielka Brytania	21.6	29.8	25.0	24.7
Bułgaria	29.5	23.6	21.7	25.2
Słowenia	35.8	18.6	19.3	26.3
Hiszpania	40.7	18.8	13.3	27.2
Irlandia	29.5	22.8	19.6	28.1
Słowacja	41.3	14.7	15.7	28.2
Węgry	34.0	19.2	16.5	30.2
Chorwacja	30.6	20.1	18.7	30.5
Belgia	34.6	19.7	15.0	30.7
Austria	25.6	24.2	19.2	31.1
Luksemburg	18.2	25.4	24.6	31.7
Polska	37.1	13.2	17.9	31.7
Czechy	31.3	17.5	18.9	32.4
UE-28	29.9	20.1	16.8	33.2
Szwecja	25.6	21.9	18.4	34.1
Holandia	28.9	18.6	18.2	34.3
Finlandia	25.0	22.4	18.3	34.4
Rumunia	22.5	21.9	21.1	34.5
Dania	20.2	22.8	21.3	35.7
Niemcy	19.5	23.3	20.1	37.1
Francja	26.7	19.0	15.6	38.6

Źródło: Eurostat, dostęp z dnia 17.02.2019



Rysunek 1.5 Struktura zatrudnienia w niefinansowych MSP
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

W tym samym okresie bowiem liczba pracujących w UE, we wszystkich średnich przedsiębiorstwach obniżyła się o 0.7% a małych o 1%. Polska przewyższa średnią unijną w mikro i średnich przedsiębiorstwach (odpowiednio: o 7.2% i 1.1%), zatrudniając o wiele mniej aktywnego zawodowo społeczeństwa w średnich przedsiębiorstwach (o 6.9%) (rysunek 1.5).

1.2.5. Znaczenie i rola mikroprzedsiębiorstw

Badania pilotażowe przeprowadzone na początku 2016 roku wykazały, iż istnieje duży odsetek osób zmuszonych pracować na zasadach samozatrudnienia. W związku z tym postanowiono dokonać szczegółowej charakterystyki mikroprzedsiębiorstw.

Polskie mikroprzedsiębiorstwa odznaczają się bardzo dużym udziałem w ogólnym rynku MSP. Na koniec 2016 roku należało do nich 96.2% aktywnie działających podmiotów gospodarczych (w UE 92.1%, co stanowi 99.8% całego sektora, bowiem małe: 1.8%, średnie: 0.2%). Obecnie jest ich prawie 1.94 mln (ponad 11% więcej w relacji z 2008 r. – 1.7 mln), z czego 52% działa w usługach a 26% w handlu (PARP, 2017, s.10; SBA Fact Scheet, 2018).

Mają również 30.2% udziału w tworzeniu PKB we własnym sektorze (dla porównania 29.9% w 2008 r). Oznacza to, iż ich produktywność ma tendencję wzrostową i jest procesem stabilnym. Odpowiadają za 39.9% liczby pracujących w kraju (średnia UE 28.7%; wskaźnik dla Polski jest bardzo wysoki i stanowi jeden z wyższych wśród krajów UE), jednocześnie nie tworząc miejsc pracy dla pracowników najemnych (SBA Fact Scheet, 2018). Dla całego sektora MSP pracuje 6.67 mln osób, w tym w mikrofirmach 3.86 mln, z czego tylko 1.3 mln jest zatrudnionych (PARP, 2018). Wynika to z faktu, iż większość pracujących w mikrofirmach to właściciele, współwłaściciele i pomagający członkowie rodzin (PARP, 2013, s.49). W całej grupie mikroprzedsiębiorstw będących zarejestrowanymi na koniec 2016 roku, 1 937.3 tys. to podmioty jednoosobowe (tabela 1.15). Dane GUS przygotowane na potrzeby raportu PARP o stanie małych i średnich przedsiębiorstw odnotowują, iż jeśli mikrofirmy w ogóle zatrudniają pracowników, to średnio oferują 3 miejsca pracy (PARP, 2013, s.46).

Tabela 1.15 Liczba i tempo wzrostu mikroprzedsiębiorstw w Polsce w latach 2005-2016

LATA	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
LICZBA MIKROFIRM												
MIKROFIRMY	1615.2	1653.0	1713.2	1787.9								
korekta w 2008 r.*				1717.8	1604.4	1655.1	1710.6	1719.2	1693.8	1764.6	1838.4	1937.3
LICZBA ZAREJESTROWANYCH MIKROFIRM JAKO OSOBY FIZYCZNE												
MIKROFIRMY	1528.5	1565.5	1618.4	1701.1	1514.3	1567.3	1612.9	1674.0	1585.1	1644.7	1691.1	1754.7
TEMPO WZROSTU. 2005 = 100.00												
MIKROFIRMY	100.00	102.34	103.64	104.36								
				100.27	93.40	103.16	103.35	100.50	98.52	104.18	104.18	105.38
UDZIAŁ OSÓB FIZYCZNYCH WŚRÓD MIKROFIRM												
MIKROFIRMY	94.63%	94.71%	94.47%	99.03%	94.38%	94.70%	94.29%	97.37%	93.58%	93.21%	91.99%	90.57%

*korekta została wprowadzona przez Główny Urząd Statystyczny po wyeliminowaniu wszystkich nieistniejących nr PESEL w systemie

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów GUS i PARP z lat 2006-2019

Wysoki udział mikroprzedsiębiorstw zaobserwowany w 2008 roku, jest następstwem perturbacji administracyjnych, które wprowadziły reorganizację w statystykach (99.03%).

Jednak udział mikroprzedsiębiorstw od kolejnego roku systematycznie rósł, a co ważniejsze, również udział osób fizycznych w tym sektorze (z 94.38% w 2009 r. do 97.37% w 2012 r.). Od 2011 roku widoczny jest malejący udział osób fizycznych wśród mikrofirm. Proces ten choć zauważalny, przebiega jednak bardzo wolno (90.57% w 2016 r.) (tabela 1.15).

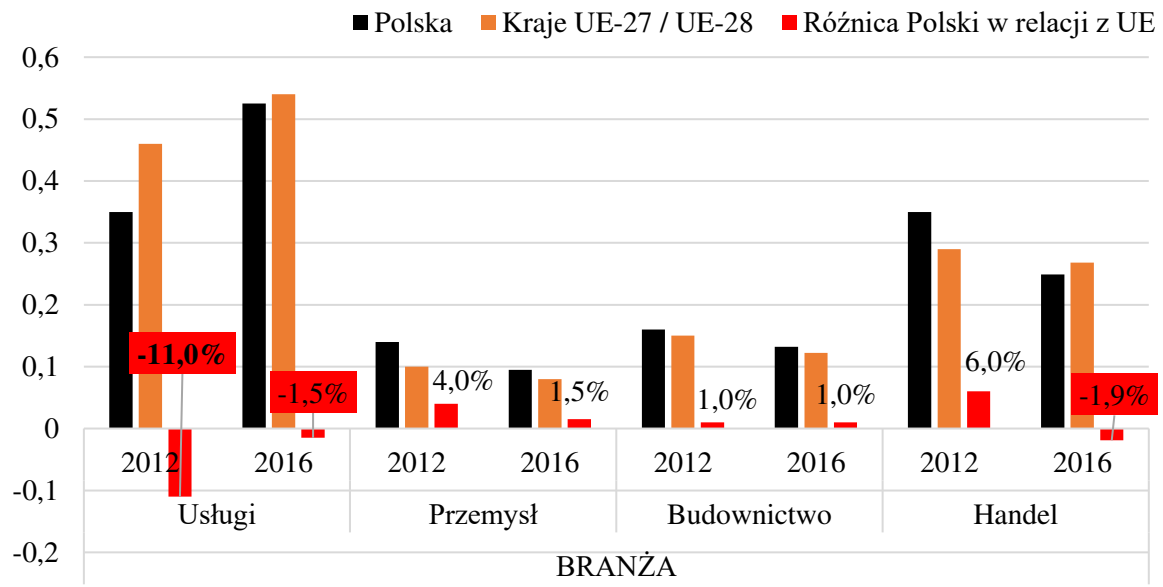
Badając wskaźniki dotyczące relacji pomiędzy osiąganymi wynikami a poniesionymi nakładami oraz korelację kosztów do przychodów, zauważyć można, iż mikrofirmy w Polsce są najbardziej produktywne, efektywne kosztowo i rentowne. Wyniki te osiągają najczęściej na rynkach krajowych, ponieważ ich stopień umiędzynarodowienia jest najniższy w sektorze. Może, choć nie musi być to powiązane z ich przeżywalnością i preferencją generalną sektora do etapowej formy internacjonalizacji przedsiębiorstw (Kasperkowiak & Małecka, 2018, s.811-822; Kasperkowiak, Małecka, Łuczka, 2017, s.390-403; D'Angelo, Majocchi & Buck, 2016, s.534-547; Williams, Ridgman, Shi & Ferdinand, 2014, s.127-144; Stawasz & Ropęga, 2014, s.99-113; Śliwińki & Śliwińska, 2014, s.67-81; Vătămănescu, 2014, s.55-70; Benavides-Velasco, Quatana-Garcia & Guzman-Parra, 2013, s.41-57; Wheelen & Hanger, 2011; Figueira-de-Lemos, Johanson & Vahlne, 2011, s.143-153; Eden & Dai, 2010, s.54-68; Rymarczyk, 2004). Pierwszy rok bowiem przeżywa średnio 2/3 mikrofirm, wykazując jednocześnie coraz większy udział w firmach o przeżywalności powyżej 5 lat. Ich decyzje o rozpoczęciu działalności międzynarodowej dotyczą głównie sektora usług, który osiągnął wzrost w latach 2010-2016 do ponad 180%, z dynamiką na poziomie 40 p.p., przy średniej dla wszystkich działających przedsiębiorstw na poziomie 27 p.p. (PARP, 2017, s.10).

Dalsze szczegółowe analizy wyników badań dotyczące mikroprzedsiębiorstw, pozwalają wskazać silne podobieństwa pomiędzy Polską i UE w zakresach: usługi, handel, budownictwo, przemysł – plasujących się na tych samych miejscach w znaczeniu udziału w rynku. Mikroprzedsiębiorstwa, zarówno w UE jak i w Polsce rozwijają się najdynamiczniej w segmencie usługowym (Polska: 35%, UE: 46%). Jednakże, średnia w krajach UE w badanym okresie była aż o 11% wyższa. Dla Polski równie ważne znaczenie ma handel, którym mikroprzedsiębiorstwa w krajach unijnych są już mniej zainteresowane (odpowiednio: Polska 35%, UE 29%). Budownictwo i przemysł są w Polsce na porównywalnym poziomie, przy czym budownictwo prawie na równorzędnym z wynikami UE (odpowiednio przemysł: Polska 14%, UE 10%; budownictwo: Polska 16%, UE 15%). Porównując jednak zmiany, jakie można dostrzec na przełomie kolejnych lat, stwierdzić można, iż zaangażowanie mikroprzedsiębiorstw utrzymuje stałą tendencję w badanym okresie (tabela 1.16) (wykres 1.12).

Tabela 1.16 Udział mikroprzedsiębiorstw w Polsce i UE według branż w latach 2012 i 2016

KRYTERIUM PODZIAŁU / LATA	BRANŻA							
	Usługi		Przemysł		Budownictwo		Handel	
	2012	2016	2012	2016	2012	2016	2012	2016
Polska	35.0%	52.5%	14.0%	9.5%	16.0%	13.2%	35.0%	24.9%
Kraje UE-27 / UE-28	46.0%	54.0%	10.0%	8.0%	15.0%	12.2%	29.0%	26.8%
Różnica PL w relacji z UE	-11.0%	-1.5%	4.0%	1.5%	1.0%	1.0%	6.0%	-1.9%

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów PARP i arkusza informacyjnego ABA Fact Sheet



Wykres 1.12 Różnice w udziale mikroprzedsiębiorstw w Polsce i UE według branż w latach 2012 i 2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów PARP i arkusza informacyjnego SBA Fact Sheet

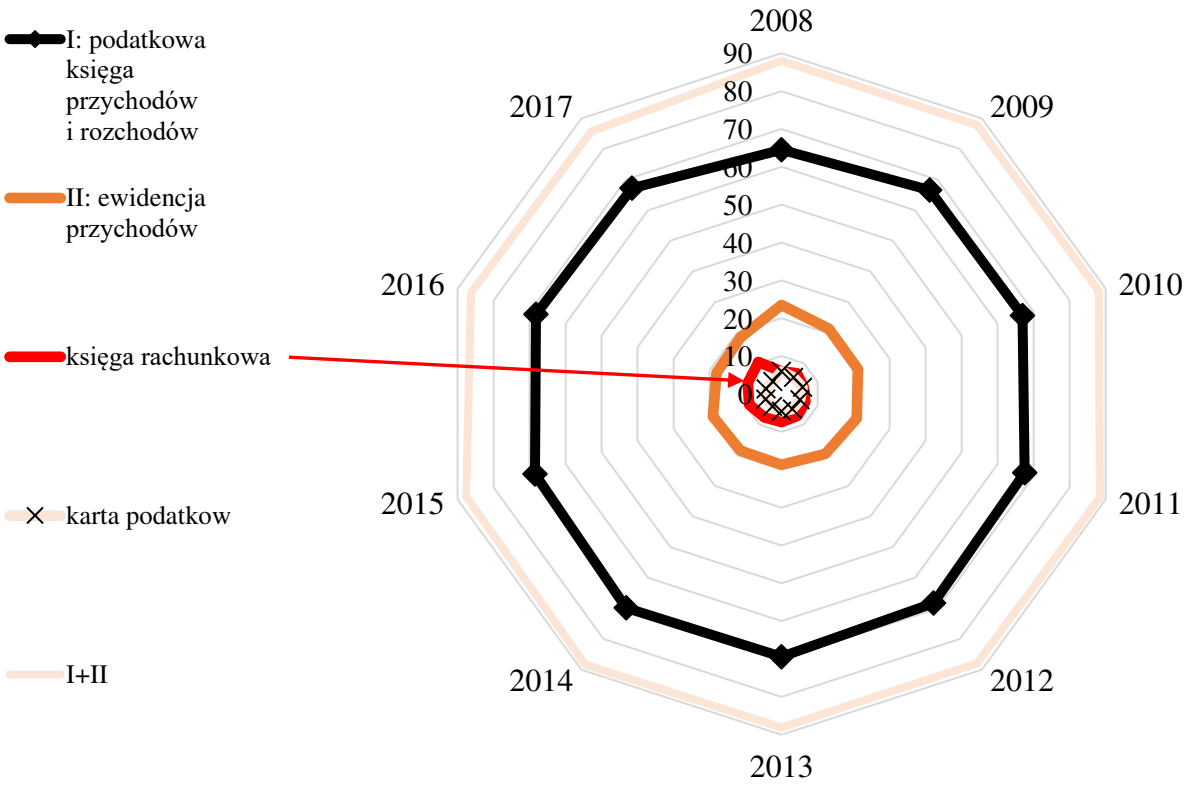
Jednym z ważniejszych kryteriów oceny przedsiębiorcy przez podmioty zewnętrzne, jest jego rachunek wyników. Ubiegając się o dodatkowe źródła finansowania należy przedstawić szereg dokumentów świadczących o wiarygodności i wypłacalności. W tabeli 1.17 przedstawiono możliwe w Polsce systemy rozliczeń podatkowych, obowiązujących w sektorze MSP. Najpopularniejszą i cieszącą się uznaniem mikroprzedsiębiorców formą prowadzenia ewidencji jest księga przychodów i rozchodów, która zarówno poprzez tożsamość prawną przedsiębiorstwa jak i formę obrachunkową, wyklucza możliwość pozyskiwania źródła finansowania za pośrednictwem giełdy, pozostawiając jednak nadal szansę skorzystania z rozwiązań private equity (seed, start-up), czy perspektywę uzyskania wsparcia finansowego, za pośrednictwem business angels (tabela 1.17).

Tabela 1.17 Struktura mikroprzedsiębiorstw według form opodatkowania w latach 2008-2017 [w %]

MIKROPRZEDSIĘBIORSTWA	LATA									
prowadzące:	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
podatkową księgę przychodów i rozchodów	64.5	66.5	66.9	67.5	68.3	69.4	69.8	68.5	68.2	67.2
ewidencję przychodów	23.5	21.3	21.2	20.9	19.6	18.7	18.5	19.1	18.1	18.5
księgę rachunkową	6.0	6.8	6.1	6.6	7.1	7.4	7.7	9.0	9.4	10.4
kartę podatkową	6.0	5.4	5.8	5.1	4.9	4.6	4.1	4.4	4.3	4.0

Źródło: PARP, 2018, s.52

Biorąc pod uwagę strukturę mikroprzedsiębiorstw według formy opodatkowania, należy stwierdzić, iż dominujące prowadzenie księgi przychodów i rozchodów nie jest transparentną formą sprawowania księgowości, jednakże jest najtańszą z możliwych i często wykonują ją osobiście sami właściciele firm (Łuczka, 2013). Zwolenników prowadzenia pełnej księgowości jednak systematycznie przybywa i tak z 6% w 2008 roku stanowiących 96 912 tys. przedsiębiorstw, 9.4% mikroprzedsiębiorców, czyli dokładnie 182.100 tys. w 2016 roku (wykres 1.13).



Wykres 1.13 Udział mikroprzedsiębiorstw prowadzących księgę rachunkową na tle pozostałych form ewidencji księgowej w latach 2008-2017

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i PARP z 2018 r.

Rentowność, liczona jako procentowa relacja wyniku finansowego brutto do przychodów ogółem stanowi również znaczący współczynnik oceny przedsiębiorstwa. Mikrofirmy, szczególnie z sektora osób fizycznych osiągają wynik ponadprzeciętny nie tylko w swojej podgrupie, ale również na tle wszystkich przedsiębiorstw. Również zyskowność ze sprzedaży brutto, liczona jako relacja zysku brutto do sumy przychodów operacyjnych, finansowych i zysków nadzwyczajnych (wzór 1.2), odniesiona do osiągnięć dużych przedsiębiorstw w Polsce, zarówno wśród osób prowadzących działalność jako osobowość prawna czy fizyczna są wyższe (tabela 1.18).

$$\textit{Zyskowność sprzedaży brutto} = \frac{\textit{zysk brutto}}{\textit{(przychody operacyjne + przychody finansowe + zyski nadzwyczajne)}}$$

gdzie:
przychody operacyjne = przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów, materiałów oraz pozostałe

Wzór 1.2 Zyskowność sprzedaży brutto

Źródło: PARP, 2018, s.51

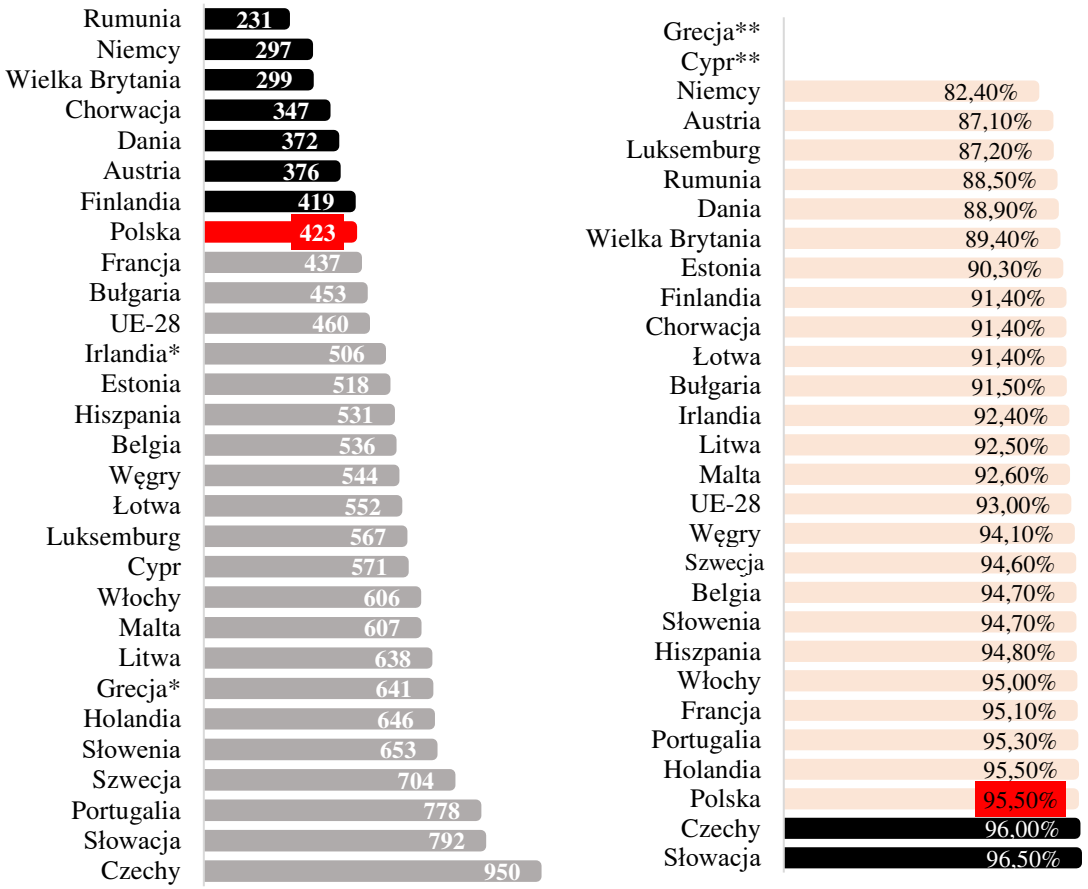
Tabela 1.18 Wskaźnik rentowności obrotu brutto w mikroprzedsiębiorstwach na tle wybranych przedsiębiorstw w latach 2008-2016 [w %]

WYSZCZEGÓLNIENIE	LATA								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ogółem przedsiębiorstwa niefinansowe	8.2	8.3	8.8	8.1	5.9	6.4	6.5	6.3	6.6
Mikroprzedsiębiorstwa ogółem	15.6	15.1	16.8	15.0	11.5	12.7	12.8	13.4	12.7
Mikroprzedsiębiorstwa osób prawnych	8.2	11.6	14.5	9.7	2.6	6.7	4.1	4.3	3.1
Mikroprzedsiębiorstwa osób fizycznych	18.9	16.8	18.1	17.5	15.6	16.0	17.4	18.5	19.0
Duże przedsiębiorstwa	5.4	6.2	6.2.	6.6	4.3	4.6	4.2	3.0	4.6

Źródło: PARP, 2018, s.54

Widoczny spadek rentowności przedsiębiorstw niefinansowych, jest odwrotnie proporcjonalny do wyników mikroprzedsiębiorstw osób fizycznych, wykazujących najwyższe rezultaty w badanym obszarze. Mimo wahań w analizowanym okresie, wynik za 2016 rok jest bardzo zbliżony do osiągniętego w 2008 roku, czego w przypadku mikroprzedsiębiorstw osób prawnych nie stwierdzono. Po raz trzeci w badanym okresie odnotowały one bowiem wskaźnik rentowności niższy niż duże firmy (odpowiednio: rok 2012, 2014, 2016).

Analizując przedsiębiorstwa niefinansowe[19] działające w UE, zaobserwowano, iż Polska jest na trzecim miejscu państw, z największą liczbą mikroprzedsiębiorstw (dla porównanie Niemcy 82.4%, Polska 95.5%) (wykres 1.14).



Liczba przedsiębiorstw niefinansowych na 10 tys. mieszkańców w krajach UE

Udział mikrofirm w całkowitej liczbie przedsiębiorstw niefinansowych w krajach UE

*dane dla Grecji i Irlandii pochodzą z 2014 r.

**brak danych dla Cypru i Grecji

Wykres 1.14 Liczba przedsiębiorstw niefinansowych i udział mikroprzedsiębiorstw w Polsce i UE

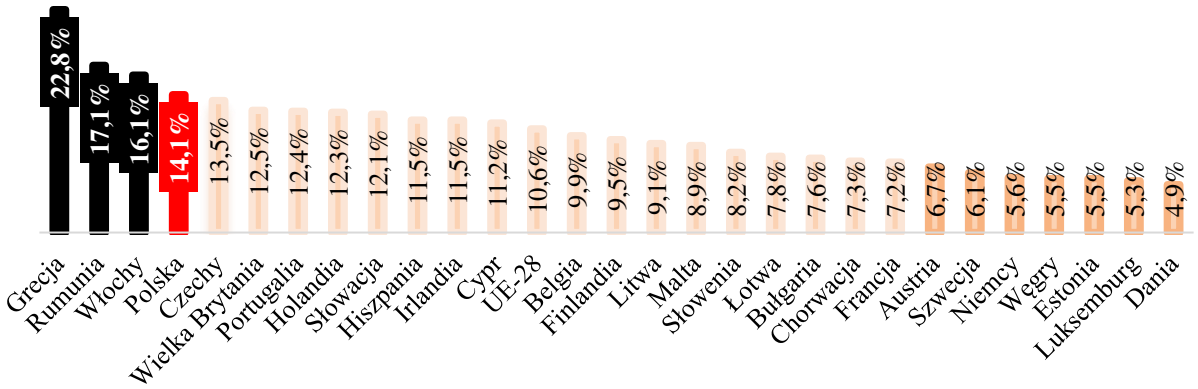
Źródło: Eurostat, dostęp z 23.12.2018 r.

Należy podkreślić, iż na omawianym wykresie wyróżniono mikroprzedsiębiorstwa, których jest zdecydowanie więcej niż średnio w UE, ponieważ w sektorze niefinansowym statystyki średnich przedsiębiorstw co do liczby są zbliżone. To samo dotyczy udziału w

[19] Dane przedsiębiorstw niefinansowych dotyczą wszystkim form własności firm, klas wielkości, pomijają jednak niektóre gałęzie gospodarki (m.in. rolnictwo, leśnictwo łowiectwo i rybołówstwo (PKD-A 2007), działalności finansowej i ubezpieczeniowej – PKD-K 2007, administracji publicznej i obrony narodowej, obowiązkowych zabezpieczeń społecznych – PKD-O 2007, niektórych podsekcji edukacji PKD-P 2007, opieki zdrowotnej i pomocy społecznej – PKD-Q 2007, działalności związanej z kulturą, rozrywką i rekreacją PKD-R 2007, pozostałej działalności usługowej PKD-S 2007. Zestawienie obejmuje wszystkie osoby fizyczne, aktywnie prowadzące aktywność gospodarczą w badanym okresie.

zatrudnieniu populacji aktywnej zawodowo, podczas, gdy średnia UE to 39.9% dla mikroprzedsiębiorstw, w Polsce stanowi 37.1%. Natomiast małe przedsiębiorstwa, zatrudniają w UE średnio 20.1%, a w Polsce 13.2%.

Dane dotyczące UE-28 w sposób jednoznaczny wskazują również, iż Polska jest czwartym krajem pod względem osób pracujących na własny rachunek. Liderem jest Grecja 22.8% aktywnych zawodowo stanowią samozatrudnieni, dalej Rumunia i Włochy (odpowiednio: 17.1% i 16.1%). Polska plasuje się z wynikiem 14.1%, przy średniej unijnej UE-28 wynoszącej 10.6%, a Niemcami z wynikiem 5.5% (wykres 1.15).

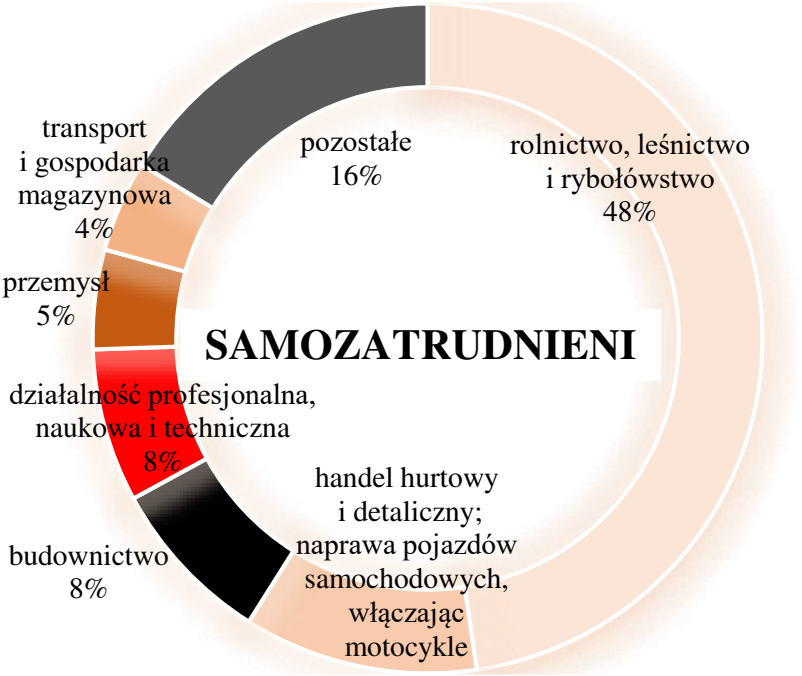


Wykres 1.15 Porównanie udziału mikroprzedsiębiorstw w liczbie przedsiębiorstw niefinansowych

Źródło: Eurostat, dostęp z 23.12.2018 r.

Rozwiązania rynku kapitałowego dotyczące możliwości kooperacji z giełdą papierów wartościowym czy też platformami alternatywnego systemu obrotu wykluczają mikroprzedsiębiorców - prowadzących działalność gospodarczą - jako pretendentów do statusu spółek giełdowych, poprzez brak odpowiedniego stanu prawnego. Jednakże, jego zmiana nie jest aż tak czasochłonna, szczególnie przy jednym właścicielu przedsiębiorstwa.

Prowadząc te rozważania, należy zwrócić uwagę, iż nie każda branża, w której działają analizowane podmioty gospodarcze na rynku polskim uznawana jest za innowacyjną, choć zapewne takich elementów można dostrzec w każdej dziedzinie działalności. Leśnictwo jest jednak w jurysdykcji państwowej, pozostając zarządzane przez Polskie Lasy Państwowe. W rolnictwie i rybołówstwie natomiast, które razem tworzą największy udział wśród podmiotów działających na zasadzie samozatrudnienia (47.6%) już zdecydowanie tak (wykres 1.16). Polska posiadając dostęp do morza zwiększa w rybołówstwie i tak bardzo wysoki udział w eksporcie wyprodukowanej żywności, a stopniowa prywatyzacja tej części sektora pozwala z kolei na podejmowanie decyzji dotyczących źródła finansowania już indywidualnym właścicielom.



Wykres 1.16 Udział pracujących na własny rachunek (z wyłączeniem pracodawców) w ogólnej populacji osób aktywnych zawodowo

Źródło: Eurostat, dostęp z dnia 17.02.2019 roku

Wszystkie branże są jednakże w kręgu zainteresowań prywatnych inwestorów takich jak business angels, których działalności skierowana jest przede wszystkim na jeden cel: zysk. Stanowi on również nieodłączną determinantę wyboru kontrahenta funduszom private equity, dla których wielkość firmy nie stanowi bariery współpracy. Ważnym przy ocenie takich przedsiębiorstw stają się ich wyniki dotyczące exportu, który notuje najwyższe statystyki w wyrobach (803.5 mld PLN), następnie usługach (196.2 mld PLN), przy czym znaczący udział mają w osiąganiu takiej efektywności mikroprzedsiębiorstwa, których udział eksportu w przychodach od 2010 roku powoli, lecz systematycznie rośnie w obu wariantach (wyrobach i usługach), przy stałej tendencji wzrostowej w zakresie usług (tabela 1.19) (PARP, 2018, s.34).

Tabela 1.19 Odsetek i udział mikroeksporterów wyrobów i usług w Polsce w latach 2010-2016 [w%]

LATA	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ODSETEK MIKRO-EKSPORTERÓW							
Wyroby	3.50	3.90	4.30	4.60	4.40	4.40	4.40
Usługi	0.43	0.41	0.48	0.59	0.63	0.68	0.68
UDZIAŁ EKSPORTU W PRZYCHODACH MIKROFIRM							
Udział	4.5	4.4	5.3	5.6	5.7	5.8	5.9

Źródło: opracowane własne na podstawie PARP, 2018, s.31

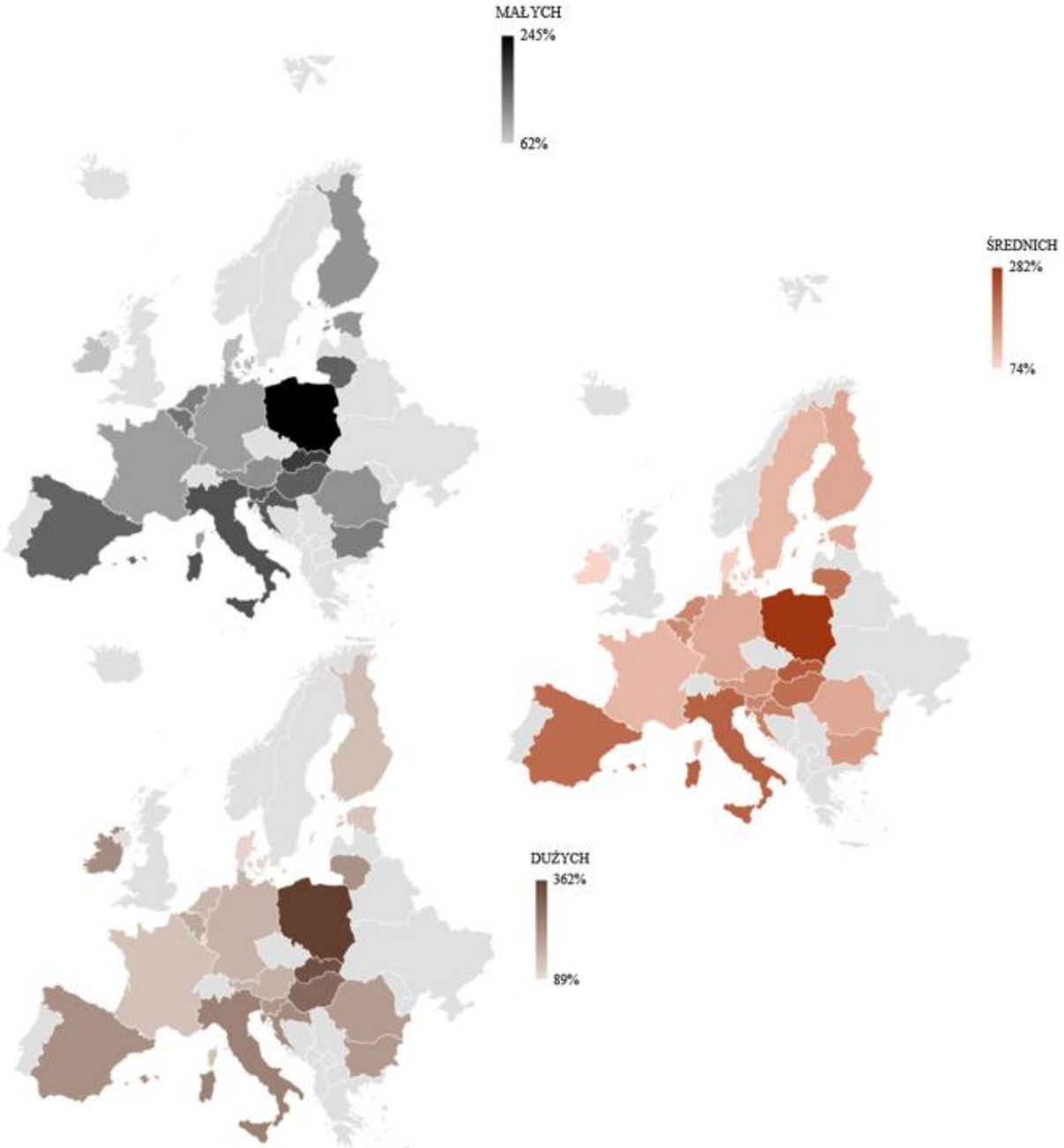
Dane statystyczne dotyczące polskich mikroprzedsiębiorstw na tle Unii Europejskiej nie są perspektywiczne. Ich wydajność w relacji z pozostałymi klasami przedsiębiorstw jest

najniższa w całej Unii Europejskiej. Dowodzi to po raz kolejny, iż w badaniach w tym obszarze szczególną uwagę należy poświęcić mikroprzedsiębiorstwom, ponieważ średnia dla całego MSP, ze wskazaniem na małe przedsiębiorstwa w relacji do średniej całego sektora przedsiębiorstw jest trzecia w UE (po Słowenii i Włoszech) (tabela 1.20) (rysunek 1.6).

Tabela 1.20 Relacja wartości dodanej w przeliczeniu na 1 pracującego w małych, średnich i dużych przedsiębiorstwach względem mikrofirm [w %]

MAŁYCH		ŚREDNICH		DUŻYCH	
Polska	245	Polska	282	Polska	362
Słowacja	191	Słowacja	233	Słowacja	333
Włochy	171	Włochy	225	Węgry	289
Słowenia	166	Hiszpania	213	Włochy	247
Chorwacja	166	Węgry	207	Łotwa	235
Węgry	159	Litwa	203	Anglia	230
Litwa	156	Łotwa	196	Chorwacja	230
Hiszpania	155	Chorwacja	187	Irlandia	228
Łotwa	152	Holandia	179	Czechy	222
Belgia	141	Słowenia	178	Hiszpania	221
Czechy	134	Czechy	177	Litwa	218
Bułgaria	132	Belgia	174	Słowenia	212
Holandia	130	Austria	160	Bułgaria	205
UE-28	128	UE-28	158	Rumunia	201
Austria	116	Bułgaria	154	UE-28	183
Rumunia	114	Finlandia	136	Belgia	177
Finlandia	112	Rumunia	135	Austria	163
Estonia	111	Niemcy	134	Niemcy	160
Francja	103	Estonia	130	Holandia	154
Niemcy	103	Szwecja	120	Finlandia	142
Szwecja	100	Francja	116	Szwecja	136
Malta	82	Luksemburg	91	Francja	136
Dania	79	Dania	85	Estonia	130
Irlandia	71	Irlandia	79	Dania	102
Luksemburg	66	Anglia	75	Luksemburg	97
Anglia	62	Malta	74	Malta	89

Źródło: Eurostat, dostęp 17.02.2019 r.



Rysunek 1.6 Relacje wydajności pracy małych, średnich i dużych przedsiębiorstw w odniesieniu do mikroprzedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, dostęp 17.02.2019 r.

Biorąc pod uwagę wielkość udziału tego sektora okazuje się, iż jest on obecny w każdej dziedzinie aktywności i preferowany jest przez branżę edukacyjną (88%), informacyjną i komunikacyjną (88%), zdrowotną (87%) oraz w sektorze działalności finansowej (86%) (PARP, 2013, s.50). Udział ilościowy najmniejszych z firm, zaczyna przybierać nowe konotacje. Doceniane stają się zawody eksperta, konsultanta, doradcy, których coraz częściej nazywa się freelancerami, a których podstawą działalności jest samozatrudnienie.

Zastanawiać może zjawisko, czy aby na pewno „moda na samozatrudnienie" może zdecydowanie być nazywana „modą na bycie przedsiębiorcą" (PARP, 2014, s.5)? Powstaje pytanie ile z tych podmiotów rozwinie się, stwarzając miejsca pracy kolejnym osobom i czy rozpocznie współpracę z innymi podmiotami gospodarczymi? Działania, które stymulowałyby i wspierały aktywność sprzyjającą przyrostowi tej dziedziny byłyby wskazane, zwłaszcza prace rządu, dedykowane temu obszarowi gospodarki, a w szczególności Ministerstwa Finansów, polegające na stworzeniu odpowiedniego systemu zachęcającego mikroprzedsiębiorców do wzrostu i zatrudniania pracowników, umożliwiającego przekształcanie ich w małe przedsiębiorstwa, a małych do działań pozwalających stać się średnimi przedsiębiorcami (Małecka 2015c, s.39-55). PARP we współpracy z GPW prowadzi projekty mające wspierać ze środków unijnych w latach 2014-2020 mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa, będące zainteresowane wejściem na GPW, a także osoby młode, które planują założyć innowacyjny biznes. Zauważono zatem niewykorzystywanie tego źródła finansowania wśród MSP i problemy związane z przygotowywaniem odpowiedniej dokumentacji. Wsparcie ma nastąpić między innymi w ramach Programu Operacyjnego „Inteligentny Rozwój".

Z punkt widzenia możliwości rozwoju i sposobu pozyskiwania finansowania poprzez instytucję giełdy, sektor małych i średnich firm jest rynkowo zdeprecjonowany. Pomimo osiąganych wskaźników makroekonomicznych, pretendować do zostania spółką notowaną na GPW w Polsce mogą tylko te spośród MSP, które posiadają status spółki akcyjnej lub komandytowo-akcyjnej, których wśród mikroprzedsiębiorstw nie ma w liczbie reprezentatywnej.

Zakładając specyfikę działań i coraz częściej oferowaną na rynku przez pracodawców formę samozatrudnienia, jako zasady współpracy, zagadnienie mikroprzedsiębiorców winno zyskać pogłębioną analizę, uwzględniającą przede wszystkim liczbę samozatrudnionych pracujących na rzecz tylko jednego zleceniodawcy. Istnieje bowiem duże prawdopodobieństwo wiążące rozwój tej grupy z obowiązującymi w Polsce prawem podatkowym, implikującym formy oferowanego na rynku zatrudnienia.

Uwagę przyciągają również wyniki badań, publikowane w The Economist [20], dotyczące postrzegania przez zarządzających wpływu nowych technologii i innowacji o tzw. charakterze

[20] Agency of Change. The future of technology distribution in business, Economist Intelligence Unit, 2012. Badania przeprowadzone w listopadzie 2011 r. na próbie 567 osób zarządzających przedsiębiorstwami z całego świata.

wstrząsowym na prowadzenie biznesu. Dokonano dziewięciu ważnych spostrzeżeń, z których, w aspekcie małych i średnich przedsiębiorstw warto zaznaczyć:

(1) spadek liczby firm w sektorze średnich przedsiębiorstw do 2020 roku przy jednoczesnym wzroście mikroprzedsiębiorstw - szybko powstające zmiany technologiczne doprowadzą do popularyzacji outosourcingu, wirtualnych biur, do automatyzacji znacznej części usług co zmniejszy bariery rozwojowe najmniejszych przedsiębiorców; polaryzacja ma nastąpić w jedyny możliwy sposób, czyli poprzez podział na duże i małe ogniwa gospodarki; przed średnimi jednostkami pozostanie wybór, czy rozwijać się zgodnie z parametrem skali w kierunku dużych firm, czy też jako domenę przyjąć szybkość reakcji charakteryzującą małe podmioty; w tych rozważaniach warto zwrócić uwagę na element synergii jaki może w wyniku tej ewolucji powstać bezpośrednio pomiędzy małymi i dużymi przedstawicielami rynku

(2) pojęcie prosumenta[21] od dawna już istnieje w marketingu, jednakże do 2022 roku rozwój tego zjawiska ma mieć coraz większe i istotniejsze znaczenie, stając się jednym z głównych źródeł innowacji zarówno w kwestii produktów jak i usług.

1.3. Bariery rozwoju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw

Dokonując systematyzacji rynku mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, na ogół bierze się pod uwagę firmy, które spełniają kryteria ilościowe dotyczące przeciętnej liczby zatrudnienia, wielkości przychodu oraz wartości majątku trwałego. Mimo wielu cech wzmacniających ich działalność na rynku, jak choćby relatywnie niski koszt produkcji, możliwość i sprawność wprowadzania zmiany czy to w zakresie rodzaju działalności, czy też tworzeniu nowych miejsc pracy, mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa posiadają również swoje słabe strony, które w widoczny sposób determinują jedną z cech wskazywanych jako wartość dodana: dynamiczny i szybki rozwój rynkowy (Łuczka & Małecka, 2017d, s.375-397; Poznańska, 2015b; Bielawska & Łukasik, 2013b; Łuczka, 2007). Niewątpliwie występująca zarówno u pracowników jak i pracodawców motywacja i zaangażowanie sprzyjają rozwojowi organizacji „uczącej się", ale w głównej mierze MSP zawdzięczają to tzw. „gospodarczemu zarządzaniu", dzięki któremu wdrażanie inwestycji może odbyć się znacznie niższym kosztem niż w dużych firmach (Łuczka, 2013; Bielawska, 2011, s.264-272).

[21] Prosument – słowo pochodzi od dwóch inny słów: (1) „producent" lub „profesjonalista" oraz (2) „konsument"; oznacza konsumenta, który jest zaangażowany w tworzenie (współtworzenie), a także promowanie produktów/ usług; może również mieć znaczenie w aspekcie jednoczesnej produkcji oraz konsumpcji produktów/usług.

Napotykane przez nie bariery w sposób znaczący wpływają i ograniczają ich rozwój. Do zasadniczych, najczęściej wymienianych w literaturze przedmiotu należą bariery, z których każda stanowi zagadnienie złożone: finansowe, prawne, administracyjno-biurokratyczne, społeczne, szara strefa.

Bariery finansowe rozpatrywane w aspekcie zarówno pozyskiwania źródeł na start - celem rozpoczęcia działalności gospodarczej - ale również w kwestii inwestowania i wdrażania innowacji, które są niezbędne, aby przetrwać na turbulentnym i konkurencyjnym rynku gospodarczym należą do najistotniejszych; nowe technologie nie dotyczą bowiem już tylko przedsiębiorstw produkcyjnych, ale coraz częściej sięgają sektora usług, które chcąc utrzymać, rozwijać i umacniać swoją pozycję rynkową potrzebują finansowania pewnego, na stabilnych warunkach, nie limitującego możliwości i postrzegania szans rynkowych (Węcławski, 2017; Łuczka & Małecka, 2017d, s.375-387; Waga, 2014, s.27-48; Kołosowska, 2013; Łuczka 2013; Bielawska & Łukasik, 2013b; Jaworski, 2010; Kaczmarek, 2010; Łukasik, 2010; Agostino, Rocca, Rocca & Trivieri, 2009, s.1-29; Bielawska, 2009; Bell & Vos, 2009; Skowronek-Mielczarek, 2007; Hall, Hutchinson & Michaels, 2004, s.711-731; Cassar & Holmes, 2003, s.123-147; Brealey, 1999; Levin & Travis, 1987, s.30-32; Myers, 1983, s.575-592; zobacz też: Voynarenko, Dzhedzhula & Yepifanova, 2016, s.126-129; Poznańska 2014a; Baranowska–Skimina, 2012; Olfert, 2011; Hax, 1958).

Bariery prawne polegają na często zmieniającym się lub niejasnym prawie podatkowym. Należą one do jednych z ważniejszych ograniczeń, skutecznie hamujących rozwój przedsiębiorczości i gotowość do podejmowania działań aktywizacyjnych; powstające na tej drodze koszty obciążają właścicieli firm i zmniejszają ich konkurencyjność na rynkach krajowych; problemem powiązanym są również koszty pracy i zatrudniania, podlegające regulacjom prawnym, których rosnąca tendencja jest niewspółmierna do niskich zarobków oferowanych na rynku pracy; mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa swoją pozycję rynkową powinny budować na jakości i wyjątkowości, które mogą zapewnić poprzez współpracę z wykwalifikowanym i kompetentnym personelem, jednakże bak możliwości elastycznego zatrudniania pracowników, którego polskie prawo nie zapewnia, skutkuje kadrami o znacznie ograniczonej liczbie i kompetencjach (Małecka, 2017a, s.34-43; Łuczka, 2015; Poznańska 2015b; Zerka, 2011; Agostino, Rocca, Rocca & Trivieri, 2009, s.1-29; Borkowski & Chełmoński, 2009; Czarnitzki, 2006, s.335-357; Gregory, Rutherford, Oswald & Gardiner, 2005, s.382-392; Lewandowski, Malik & Miszewski, 2000; Łuczka 1995, s.109-122; Myers, 1983, s.575-592; zobacz tez: Poznańska, 2014a; Marzec, 2013)

Bariery administracyjno-biurokratyczne dotyczą istniejących wymagań, obligujących do sprostania uciążliwych procedur związanych z systemem administracji zarówno państwowej, ale również samorządowej, a często i lokalnej społeczności, ograniczonej liczbie stref przemysłowych, urzędów, interpretujących te same rozporządzenia w inny sposób w administracji lokalnej, braku jednolitej waluty z UE, wypełniania dodatkowych dokumentów, PIT, CIT czy VAT, a nawet konieczności przechowywania papierowej dokumentacji przez 50 lat w zakresie możliwości obliczania przez ZUS emerytur czy rent. Skomplikowane formy darowizn i liczba dokumentów z tym związanych, czy konieczność prowadzenia dodatkowych ewidencji przy działaniach na rzecz społeczeństwa i dobroczynności, w sposób skuteczny zniechęcają do podejmowania aktywności gospodarczej na własny rachunek (Małecka, 2017a, s.34-43; Łuczka, 2015; Kamińska, 2011; Zerka, 2011; Agostino, Rocca, Rocca & Trivieri, 2009, s.1-29; Borkowski & Chełmoński, 2009; Borys & Rogala, 2007; Guiso, Sapienza & Zingales, 2004, s.929-969; Lewandowski, Malik & Miszewski, 2000; Łuczka, 1995; Myers, 1983, s.575-592; zobacz też: Poznańska 2014a).

Bariery społeczne coraz częściej jawią się jako jedne z ważniejszych, szczególnie w gospodarce opartej na wiedzy, w której czynnik ludzki stanowi priorytet. Ogólnie bariery społeczne to przeszkody lub ograniczenia każdego rodzaju, które umniejszają dostępność do określonych grup społecznych. Najczęściej bariery te pojawiają się wobec osób niepełnosprawnych lub wykluczonych środowiskowo (np. seniorów), którzy nie mogą wykazywać aktywności na oczekiwanym poziomie. W społeczeństwach post-transformowanych, jako bariera społeczna występuje również ograniczona akceptacja pracy na własny rachunek. Natomiast zgodnie z koncepcją Industry 4.0, barierę tą można rozpatrywać również wdrożeniowo: (1) oporu wobec zmiany, (2) podejścia użytkowników do „nowego', (3) obawy przed odpowiedzialnością, (4) braku motywacji, (5) braku myślenia zintegrowanego. Zmiana stanowi nieodłączną część rozwoju, a mimo to, nadal kojarzona jest pejoratywnie i wywołuje poczucie zagrożenia. „Nowy" zazwyczaj kojarzony jest z eliminacją „starego", dlatego występuje naturalna tendencja odrzucania wszelkich ograniczeń, niezrozumiałych lub wymagających zdobywania nowych kwalifikacji i kompetencji. Stare metody, to metody sprawdzone, wykazujące efektywność na znanym poziomie. Nowe wymaga wysiłku fizycznego i intelektualnego, do kosztu którego zespoły pracownicze podchodzą niechętnie. Pojawiające się trudności zazwyczaj są zatajane, aby występujące błędy nie były podstawą do wyciągania personalnej odpowiedzialności, a nastawienie do nowych zagadnień jest raczej partykularne, bez uwzględniania szerszej perspektywy całego przedsiębiorstwa.

Kolejną barierą jest szara strefa, która coraz częściej wskazywana jest w raportach opracowywanych przez instytucje niepowiązane ze strukturami rządowymi. Strefa ta przejawia się w dwóch aspektach: (1) zatajania prawdziwości relacji zatrudnienia pracowników oraz (2) nierejestrowania osiąganych dochodów. Za sektor, w którym dominuje to zjawisko, wskazuje się budownictwo (obecnie 13.1% MSP działających w tej branży), wśród których szacuje się 35% niezarejestrowanych pracujących oraz 37% nieujawnionych obrotów (PARP, 2018, s.13; Portal Polskich Przedsiębiorców MSP-24, http://msp-24.pl/Bariery-rozwoju-MSP-w-Polsce,41,78.html; dostęp z 13.02.2019).

Bariery rozwoju można rozpatrywać w różnych aspektach, zarówno dotyczących przedsiębiorstwa jak i samego przedsiębiorcy, którym w przypadku MSP jest zazwyczaj właściciel. Powoduje to w literaturze przedmiotu liczne dyskusje wokół kompetencji, dostrzegania możliwości i szans rynkowych osoby zarządzającej, dlatego do coraz częściej wymienianych barier będą również należały (wykres 1.17):

(1) konkurencyjność cenowa – MSP muszą dostosowywać się do zmian dyktowanych przez wiodące w branży przedsiębiorstwa, którymi są zazwyczaj duże firmy, mające o wiele szersze możliwości i narzędzia rynkowe (Welter, Xheneti i Smallbone, 2018, s.23-53; Skowronek-Mielczarek, 2016; zobacz też: Smallbone, Dabic i Kalantaridis, 2017, s. 567-569; Kohler, 2017, s.487-511; Cota, Erjavec & Zeljko, 2017, s.1553-1571; Bielawska, 2009, s.38-59; Dach, 2001)

Wykres 1.17 Wybrane bariery rozwoju MSP

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań własnych i przywołanej literatury przedmiotu

(2) niski potencjał ekonomiczny – MSP wykorzystują bowiem w pierwszej kolejności kapitał własny, a następnie inne źródła finansowania, wśród których znaczącą rolę stanowi kredyt kupiecki (Małecka, 2018c, s.485-493; Poznańska, 2014c; Łuczka, 2013; Dziembała, 2012, s.107-122; Bielawska, 2009, s.38-59; Porter, 2002; Poznańska, 2002; zobacz też: Cota, Erjavec & Zeljko, 2017, s.1553-1571; Pearce, 1997, s.462-483)

(3) koncentracja rozwoju na rynku lokalnym i niska zdolność eksportowa – MSP nadal preferują działalność lokalną; mimo, iż coraz więcej z nich w warunkach, gdy nie powinno stawiać się pytania „czy" lecz „kiedy i jak" rozpocząć internacjonalizację, jeśli już wybiera etapowy system działania, asekurując zaangażowanie finansowe i obserwując konkurencję (Kasperkowiak & Małecka, 2018, s.811-822; Smallbone, 2016, s.201-218; Smallbone, 2013, s.541-542; Bielawska & Łukasik, 2013a; Kamińska, 2011; zobacz też: Kasperkowiak, Małecka & Łuczka, 2017, s.390-403; Małecka, 2017d; Greif, Böhme & Degenhardt, 2011; Gudkova, 2007; Zastempowski, 2003; Lewandowski i inni, 2000; Dach, 2001)

(4) niewielki nowatorski i innowacyjny charakter produktów – MSP posiadają olbrzymi potencjał w zakresie trwałego i zrównoważonego rozwoju, będącego konsekwencją wdrażania rozwiązań nowatorskich i innowacyjnych do przedsiębiorstw, które stanowią jeden z kluczowych elementów umożliwiających przewagę konkurencyjną (Trzcieliński & Trzcilińska, 2018, s.116-128; Błaszczuk, 2013, s.15-38; Poznańska, 2012a; Zerka, 2011; Zięba i Oster, 2011; Poznańska, 2011; PARP, 2010; Rokita, Czakon & Samborski, 2009; Kasprowicz, 2008; Ajami & Bear, 2007; Hopej-Kamińska, Hopej i Kamiński, 2007; GUS, 2006; zobacz też: Greif, Böhme & Degenhardt, 2011; Zerka, 2011; Zastempowski; Brusoni i Sgalari, 2007; McKelvie, 2007; Baruk, 2006; Nonaka i Konno, 2005; Martins & Terblanche, 2003; Rahe, 2003; Nonaka i Takeuchi, 2000; Poznańska, 2002; Poznańska, 1998)

(5) przewaga mikroprzedsiębiorstw - w statystykach ogólnych mikroprzedsiębiorstwa w Polsce stanowią 95.86% sektora MSP, w momencie, gdy w UE wynik ten wynosi 92.1% - sektor ten jest w związku z tym bez względu na udział zdominowany przez najmniejsze z przedsiębiorstw, a statystycznie w Polsce jest ich o wiele więcej niż średnio w UE-28 (GUS, 2017; PARP, 2017; SBA Fact Scheet, 2013)

(6) niski poziom kooperacji pomiędzy przedsiębiorstwami – współczesne, turbulentne otoczenie gospodarcze, cechuje również silna konkurencja i coraz częściej pojawiające się procesy integracyjne; siła rynkowa mikro, małych i średnich przedsiębiorstw zależy bowiem w dużej mierze od relacji pomiędzy podmiotami działającymi na rynku (Poznańska, 2014b; Świadek & Płonka, 2013, s.301-319; zobacz też: Bielawska & Łukasik, 2014; Poznańska,

2014c; Błaszczuk i Sawicz, 2010; Świadek, 2007; Kaufmann i Tödtling, 2002, s.147-159; Wilkinson i Young, 2002, s.123-132; Fritsch, 2001, s.297-307). Z tego punktu widzenia coraz bardziej interesujące są klastry[22], które coraz częściej wpływają nie tylko na konkurencyjność branż, ale także na całe regiony, w których są tworzone (bezpośrednio wpływają na zatrudnienie, dynamizują inwestycje, propagują innowacje, stymulują konkurencyjność, patrz.: benchmarking, metoda serca - pierścieni). Tworzenie nowych firm stanowi bowiem o istnieniu dostępu do wiedzy i kapitału (zarówno ludzkiego jak i finansowego), ale również jest powiązane z licznymi możliwościami podwykonawstwa (Gancarczyk, 2011, s.130; Porter, 2002; Vanhaverbeke, 2001, s.99; Porter, 1998; Porter, 1994b; Smallbone, 1994; zobacz też: Gancarczyk, 2010; Bellandi, 2001, s.189-210; Hajek, Janger i Macek, 2000; OECD 1996)

(7) brak doświadczenia przedsiębiorców – wyniki badań własnych wykazały, iż jedną z barier najczęściej wskazywanych przez przedsiębiorców - stanowiącą znaczące ograniczenie związane z prowadzeniem własnej działalności gospodarczej - jest niedostatek wiedzy i doświadczenia, które z drugiej strony wskazywane są jako szansa na szybsze osiągnięcie sukcesu w biznesie (Małecka & Łuczka, 2018a, s.476-484; Małecka, 2018c, s.485-493; zobacz też: Smallbone, 2016, s.201-218; Nogalski i Karpacz, 2007; Bielawska, 2005)

(8) niski poziom wiedzy w zakresie zarządzania i marketingu – osobami zarządzającymi mikro, małymi i średnimi przedsiębiorstwami są przede wszystkim właściciele firm, których wykształcenie często nie jest zbieżne z wykonywaną profesją lub branżą, w której działają, a marketing często nie jest traktowany jako inwestycja w przyszłe zyski, a zbędny koszt, który trzeba ponieść dzisiaj (PARP, 2017; Poznańska, 2015a; Małecka, 2015a, s.91-122; Bednarczyk, 2001; Cooper, 1971, s.59-64; zobacz też: Fazlagić, 2011a; Fazlagić, 2011b; Krawiec, 2009; Ortt i van der Duin, 2008; Borys i Rogala, 2007; Glińska-Neweś, 2007; Ignasiak-Szulc, 2007; Jankowiak, 2007; Morone, Morone & Taylor, 2007; Baruk, 2006; Rahe, 2003; Porter, 1994a; Drucker, 1993)

(9) brak strategii działania, koncentracja na działalności bieżącej – jednym z motto przedsiębiorstw z sektora MSP jest „po pierwsze przetrwać"; turbulentne otoczenie gospodarcze, zmiany prawne i legislacyjne, szczególnie w aspekcie działalności handlowej i internacjonalizacji sprawiają, iż ich ograniczone struktury pracownicze, nie zawsze nadążają

[22] Klastry – oznaczają grupę przedsiębiorstw, należących do tego samego lub pokrewnych sektorów (tzw. pod-sektorów) oraz instytucje i organizacje, które są ze sobą powiązane na zasadach sieci pionowych lub/i poziomych zależności, które jednocześnie (najczęściej na rynkach lokalnych) konkurują lub/i współpracują w zależności od środowiska.

za zmianami i aktualizacją strategii; mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa nie mają jednocześnie dostatecznej liczby zasobów ludzkich, o odpowiednich zarówno kwalifikacjach jak i kompetencjach, zabezpieczających działalność przedsiębiorstwa w dłuższej perspektywie (Łuczka & Małecka, 2017a, s.213-229; Łuczka, 2013; zobacz też: Waniak-Michalak, 2015; Fazlagić, 2009; Rokita, Czakon i Samborski, 2009; Bochniarz i Sieńko, 2008; Becker, Cohendet & Lierena, 2007; Batorski, 2004)

(10) niski poziom inwestycji – inwestycje często postrzegane są przez pryzmat ponoszonych kosztów, dlatego przy ograniczonych zasobach finansowych, a w szczególności o limitowanych możliwościach pozyskiwania kapitału na rozwój, ponoszone przez mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa inwestycje są na niezadawalającym poziomie, choć – co należy zaznaczyć - ich wielkość stopniowo z roku na rok rośnie, zbliżając się bardzo powoli do średniej unijnej (OECD 2008; PARP, 2017; Małecka 2015c, s.39-54; zobacz też: Matusiak, Stawasz & Głodek, 2013; Marzec, 2013; Branowska-Skimina, 2012; Starczewska-Krzysztoszonek, 2011; Rokita, Czakon i Samborski, 2009; Błaszczuk, 2008; Mizgajska i Wściubiak, 2007; OECD, 2003)

(11) niedostrzeganie potencjału kapitału intelektualnego pracowników - aktywa niematerialne w warunkach gospodarki opartej na wiedzy stają się coraz ważniejszym zagadnieniem, na które zarówno pragmatycy jak i naukowcy zwracają coraz większą uwagę; zatem, aby przedsiębiorstwo mogło przetrwać i efektywnie konkurować w turbulentnym otoczeniu gospodarczym, przedsiębiorcy powinni zwrócić szczególna uwagę na kompetencje w zakresie zarządzania kapitałem intelektualnym; problem ten występuje w literaturze przedmiotu głównie w odniesieniu do dużych przedsiębiorstw, niż mikro, małych i średnich firm; wartym jest zatem zwrócenie uwagi na sektor, będący podstawą wszystkich makroekonomicznych wskaźników gospodarczych i możliwość adaptacji wybranych koncepcji i narzędzi zarządzania kapitałem intelektualnym, dostosowanych do potrzeb MSP, a w szczególności do ich możliwości (Hodgetts & Kuratko, 2000; Hansen, Nohria & Tierney, 1999; zobacz też: Błaszczuk, 2012; Błaszczuk, 2010; Delgado-Verde, Martin-de Castro & Navas-Lopez, 2010; Bembenek i Moszkowicz, 200ski, 2008; Perechuda & Sobań, 2009; Colombo & Grilli, 2007; Malara, 2007; Morone, Morone i Taylor, 2007; Wmiko firmyąchal, 2007; Nonaka, Toyama & Konno, 2005; Batorski, 2004; Perez-Busamante, 1999).

Rozdział II
FINANSOWANIE MIKRO, MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW

2.1 Kryteria podziału kapitału w przedsiębiorstwie

Bez względu na wielkość, strukturę czy branżę, w której przedsiębiorstwa działają, aby istnieć potrzebują efektywnego źródła finansowania. Finansowanie jest skutecznym pozyskiwaniem funduszy na rozwój własnej działalności gospodarczej (pokrycie wydatków czy realizację konkretnych zadań). Przybiera ono różne formy i wykorzystuje różne narzędzia, gdyż jest uzależnione zarówno od potrzeb, kwalifikacji, ale i kompetencji osób zarządzających. Zasadniczo, polega na pozyskaniu środków, najczęściej w formie pieniężnej, celem kształtowania struktur kapitałowych przedsiębiorstwa, adekwatnych do warunków rynkowych. W przypadku mikro, małych i średnich przedsiębiorstw zagadnienie to dotyczy zazwyczaj samego właściciela. Istnieje wiele czynników wpływających na konieczność pozyskiwania coraz to nowych funduszy na rozwój. Do najważniejszych będzie należeć zapewne faza rozwoju przedsiębiorstwa, jednakże w literaturze przedmiotu można wyróżnić cztery kryteria podziału kapitału, ze względu na:

(1) źródło pochodzenia (wewnętrzne, zewnętrzne)

(2) prawo własności (kapitał własny i kapitał obcy)

(3) czas dysponowania (krótkoterminowy i długoterminowy)

(4) cel finansowania (pierwotny, bieżący, przeznaczony na rozwój – w tym procesy innowacyjne) (Enz, Kraenzlin& Ravana, 2005; Skowronek-Mielczarek, 2007).

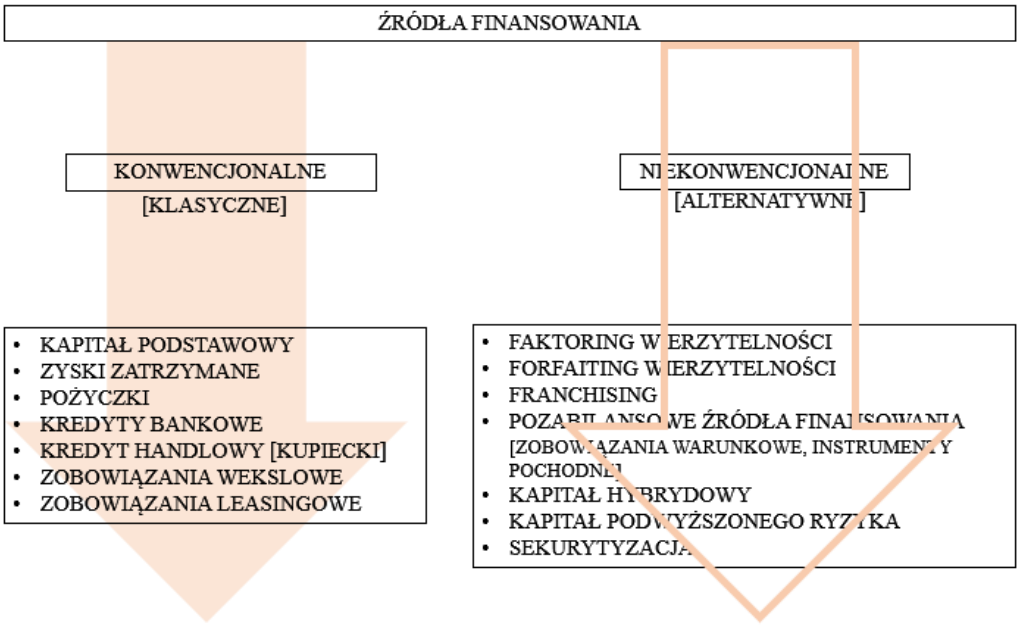
Coraz częściej, pojawia się obok czterech wymienionych, piąte kryterium:

(5) źródło finansowania, z wewnętrznym podziałem na konwencjonalne (klasyczne) i niekonwencjonalne (alternatywne) finansowanie (rysunek 2.1).

Zauważalną jest zależność, zachodząca pomiędzy poszczególnymi instrumentami finansowymi a warunkami podziału: jedno rozwiązanie finansowe czy też wybrany instrument finansowy może jednocześnie należeć do kilku kryteriów:

(1) kredyt bankowy stanowi zewnętrzne, obce, krótko - lub długoterminowe źródło pozyskania funduszy na rozwój (kryteria: pochodzenie kapitału, prawo własności, czasu i celu)

(2) pożyczki są instrumentem zewnętrznym, obcym, krótkoterminowym (kryteria: pochodzenie kapitału, prawo własności, czasu i celu, choć bez konieczności jego podawania)



Rysunek 2.1 Konwencjonalne i alternatywne źródła finansowania przedsiębiorstw
Źródło: opracowanie własne na podstawie przywołanej literatury przedmiotu

(3) leasing jest zewnętrznym, obcym, długoterminowym finansowaniem (kryteria: pochodzenie kapitału, prawo własności, czasu i celu)

(4) wynajem stanowi zewnętrzne, obce, długoterminowe finansowanie (kryteria: pochodzenie kapitału, prawo własności, czasu i celu)

(5) kredyt handlowy jest zewnętrznym, obcym, krótkoterminowym instrumentem, zwiększającym efektywność płynności finansowej (kryteria: pochodzenie kapitału, prawo własności, czasu i celu)

(6) faktoring – instrument wspierający kredyt handlowy - posiada te same co on cechy, przy ściśle wyspecyfikowanym celu

(7) franchising jest zewnętrznym, obcym, długoterminowym finansowaniem (kryteria: pochodzenie kapitału, prawo własności, czasu i szczegółowego celu)

(8) instrumenty pochodne są zewnętrznym, obcym, krótkoterminowym instrumentem finansowym (kryteria: pochodzenie kapitału, prawo własności, czasu i celu)

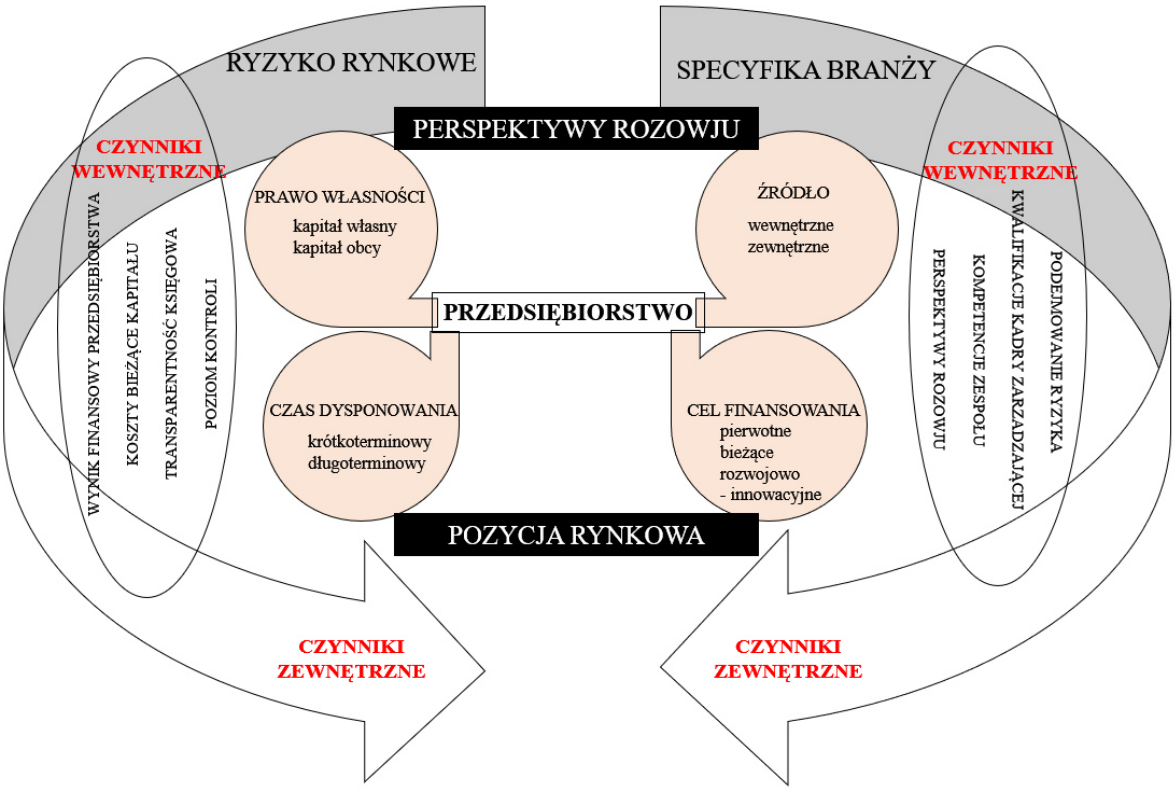
(9) produkty trade finance są zewnętrznym, obcym, krótkoterminowym instrumentem finansowym (kryteria: pochodzenie kapitału, prawo własności, czasu i celu)

(10) dotacje i subwencje są zewnętrznym, obcym, długoterminowy instrumentem finansowy (kryteria: pochodzenie kapitału, prawo własności, czasu i celu)

2.1.1. Źródło pochodzenia i prawo własności kapitału

Badając źródła pochodzenia kapitału wyróżnia się dwa rodzaje czynników wpływających na proces finansowania:

(1) wewnętrzne i (2) zewnętrzne oraz ich część wspólną (rysunek 2.2).



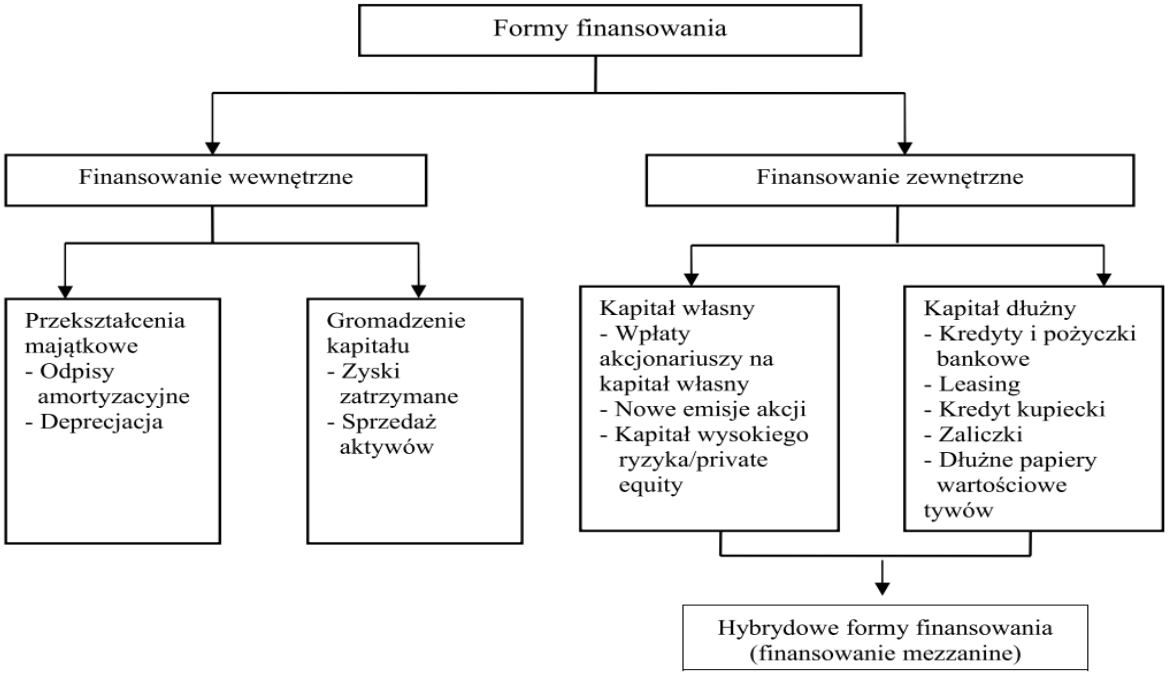
Rysunek 2.2 Wybrane czynniki wewnętrzne i zewnętrzne oraz kryteria finansowania przedsiębiorstw

Źródło: badania własnych

Na finanse przedsiębiorstwa składa się majątek obrotowy i trwały (aktywa i pasywa). Celem płynnej realizacji zobowiązań bieżących związanych z funkcjonowaniem przedsiębiorstwa i zabezpieczeniem niezbędnych składników majątku, potrzebny jest kapitał, czyli zasoby finansowe, które na drodze odrębnych umów zostają powierzone przedsiębiorstwu lub zasilone przez właścicieli. Głównym źródłem finansowania MSP jest zazwyczaj kapitał własny, dający prawo własności do przedsiębiorstwa.

Z punktu widzenia źródła pochodzenia kapitału, wśród uwarunkowań wewnętrznych wyróżnia się: (1) przekształcenia majątkowe oraz (2) gromadzenie kapitału. Wśród rozwiązań finansowych znajdą się zatem: odpisy amortyzacyjne i deprecjacja, zysk zatrzymany, a także sprzedaż aktywów. Do uwarunkowań zewnętrznych należeć będą: (1) kapitał dłużny oraz (2) kapitał własny w zakresie wpłat akcjonariuszy, emisji akcji, czy współpracy z funduszami

private equity. Powiązania pomiędzy dwoma kryteriami podziału finansowania przedsiębiorstw: (1) źródłem pochodzenia i (2) prawem własności prezentuje rysunek 2.3.



Rysunek 2.3 Formy finansowania przedsiębiorstw

Źródło: Enz, Kraenzlin & Ravara, 2005, s.5

Wewnętrzne uwarunkowania wyboru źródeł finansowania w małych i średnich przedsiębiorstwach związane są ze specyfiką:

(1) przedsiębiorstwa - wśród których za najbardziej istotną determinantę uznaje się wielkość przedsiębiorstwa; jednakże do istotnych w aspekcie pozyskiwania kapitału na rozwój i wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego będą należeć: forma organizacyjno-prawna oraz wzrost i jego tempo; alternatywny system obrotu dotyczy bowiem tylko i wyłącznie spółek akcyjnych i komandytowo-akcyjnych, a fundusze wysokiego ryzyka, którymi często nazywane jest finansowanie typu private equity, nastawione są na wysoką stopę zwrotu, bowiem kryterium wieku przedsiębiorstwa zostało uwzględnione w szerokiej ofercie funduszy (seed, start-up, venture capital, mezzaninie, growth capital, replecement capital); przy czym w przypadku finansowania business angels, tylko ostatnie z wymienionych kryteriów odgrywa zasadnicze znaczenie (Łuczka & Małecka, 2017d, s.375-387; Xu & Gong, 2016, s.581-584; Voynarenko, Dzhedzhula & Yepifanova, 2016, s.126-129; Smallbone, 2016, s.541-542; Łuczka, 2013; Bielawska, 2009; Hall, Hutchinson & Michaela, 2004, s.711-731; Levin & Travis, 1987, s.30-32; Myers, 1983, s.575-592). Finansowanie business angels, oznacza osoby fizyczne, inwestujące swoje prywatne oszczędności w akcje/udziały małych, innowacyjnych

przedsiębiorstw, znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju, a cechujących się dużym potencjałem wzrostu wartości[23]

(2) przedsiębiorcy - do najważniejszych wymienianych w literaturze przedmiotu cech, należy samodzielność ekonomiczna i prawna właściciela MSP; zgodnie z nią właściciel dysponując prawem własności, podejmuje *de iure* i *de facto* wszystkie rozstrzygające funkcje kierownicze i zarządcze w przedsiębiorstwie na własne ryzyko, niezależnie od woli i kontroli osób trzecich; do podejmowania decyzji i działań zostaje zatem głównie wykorzystywana jego wiedza własna, doświadczenie, a także intuicja; niechętnie bowiem, korzystają oni z opinii ekspertów i doradców, ponieważ konsulting często traktowany jest nie jako inwestycja w przyszły rozwój, a dodatkowy koszt ponoszony dzisiaj; niechętnie również delegują uprawnienia i wybierają obce źródła finansowania, preferując środki własne; taka jednowładza nie jest pozytywnie postrzegana przez fundusze private equity (tabela 2.1) (zobacz badania: Małecka, 2018c, s.485-493; Łuczka & Małecka, 2017d, s.380; Łuczka, 2013, Łuczka, 1995, s.109-122; zobacz też: Smallbone, Dabic & Kalantardis, 20177, s.567-569; Bielawska & Łukasik, 2013a; Bielawska, 2011; Andersson, Curley & Rormica, 2010; Bąk, 209; Poznańska, 2009; Agostino i inni, 2009, s.1-29; Schenkel, 2006, s.495-497; Batorski, 2004; Rahe, 2003; Smallbone, 1994; Galbraith, 1957).

Tabela 2.1 Wewnętrzne uwarunkowania wyboru źródeł finansowania w małych i średnich przedsiębiorstwach

Wewnętrzne uwarunkowania wyboru źródeł finansowania związane z:	
PRZEDSIĘBIORCĄ	PRZEDSIĘBIORSTWEM
– samodzielność ekonomiczna i prawna	– wielkość
– zdolność do podejmowania ryzyka	– forma organizacyjno-prawna
– wiek	– zasięg rynku zbytu
– płeć	– majątek trwały
– poziom i rodzaj wykształcenia	– wiek
– doświadczenie zawodowe	– wzrost i jego tempo
– poczucie odniesionego sukcesu	– branża

Źródło: Łuczka & Małecka, 2017d, s.379; Łuczka 2013

Zjawisko maksymalizacji zysku, jako atrybut działalności mikro, małych i średnich przedsiębiorstw często jest wskazywane w literaturze przedmiotu, jak i dążenie właściciela do zapewnienia samodzielności i sprawowania kontroli nad przedsiębiorstwem, jako cechę

[23] Najlepiej w Europie rynek ten działa w Wielkiej Brytanii, w Polsce nie jest jeszcze rozwinięty, choć pod koniec 2003 r. powstała Polska Sieć Aniołów Biznesu, oferująca usługę kojarzenia projektów i kapitałodawców (www.polban.pl, dostęp z 31.12.2018r); największą siecią w Polsce jest Lewiatan Business Angeles.

nadrzędną. Podejście takie, związane jest z definicją samego przedsiębiorcy i przedsiębiorczości, której aspekty zostały omówione w rozdziale pierwszym. To właściciel (przedsiębiorca) dokonuje wyboru źródeł finansowania, kierując się ich wpływem na granice jego samodzielności prawnej i ekonomicznej, co wyznacza bezpośrednią relację pomiędzy podejmowanymi decyzjami a strukturą kapitału (zobacz badania: Levin & Travis, 1987, s.30-32). Zagadnienie, jawiące się w aspekcie wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego, jako problematyczne, wydaje się być ciągle aktualnym. Osobowość właściciela stanowi zatem cechę wrażliwą, której szerokie możliwości poznawcze, parametryzują dokonywane wybory (zobacz też badania B. Gregory, M. Rutherford, S. Oswald i L.; Gardiner, 2005, s.384).

Selekcja poszczególnych kryteriów finansowania w przedsiębiorstwach różnej wielkości stanowi odzwierciedlenie ich cech jakościowych oraz gospodarki finansowej i jest wypadkową wielu czynników. Oprócz miejsca w strukturze kapitału przedsiębiorstwa, odzwierciedla także relację między własnymi i obcymi źródłami finansowania (Łuczka & Małecka, 2017d, s.375-387; Voynarenko, Dzhedzhula & Yepifanova, 2016, s.126-129; Małecka, 2016b, s.91-122; Matejun, 2012; Kaczmarek, 2010; Bielawska, 2009; Łuczka, 2001, s.55-70; Levin & Travis, 1987, s.30-32; Myers, 1983, s.575-592). Decyzje związane z kształtowaniem tych proporcji w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach, jak już wskazano, uwarunkowane są wieloma czynnikami, z których do zewnętrznych w literaturze przedmiotu zalicza się:

(1) koniunkturę gospodarczą – jako zmian aktywności i agregatowych wskaźników ekonomicznych

(2) państwo - w kontekście obwiązującego systemu finansowego, polityki fiskalnej oraz organizacji systemu poręczeń i gwarancji kredytowych ze środków publicznych

(3) lokalizację – w aspekcie krajowych i regionalnych uwarunkowań gospodarczych, społeczno-ekonomicznych i społeczno–kulturowych uwarunkowań

(5) branżę - dziedzinę, w której działa i specjalizuje się dany podmiot gospodarczy

(6) banki i instytucje finansowe - ze szczególnym uwzględnieniem relacji klientów z bankiem, polityki fiskalnej oraz instytucjonalnych regulacji w zakresie dostępu do kredytu bankowego

(7) konkurencję – jako procesów i mechanizmów rynkowych, dążących do maksymalizacji korzyści

(8) kontrahentów – stron zawierających transakcje.

Aspekt trzeci - lokalizacji (miejsca prowadzenia działalności gospodarczej) - implikuje rozróżnienie wpływu specyfiki poszczególnych regionów, krajów i narodów. Związki te powiązane z preferencjami wyboru poszczególnych źródeł finansowania wskazał R. Aggarwal, a zjawisko to zostało określone w literaturze przedmiotu jako tzw. efekt kultury narodowej (Aggarwal, 1981, s.75-88). Skutki korzystania z kapitału obcego, znajdujące wyraz w relacji polityki podatkowej, wykorzystywanie współpracy z bankami i ujawnianiu danych oraz rolę aspektu społeczno–kulturowego, podkreślali w swoich pracach G.C. Hall, P.J. Hutchinson i N. Michael (Hall & Hutchinson & Michael, 2004, s.711-731; zob. także Francfort & Rudolph, 1992, s.10). K. Bell i E. Vos wskazali także istotne różnice w podejściu właścicieli małych i średnich przedsiębiorstw do finansowania inwestycji kapitałem obcym w ujęciu narodowym (Bell & Vos, 2009). W literaturze przedmiotu występują również zwolennicy teorii, dla których ważniejszym niż efekt kraju będzie zakres wpływu efektu przedsiębiorcy (Daskalakis & Psillaki, 2007, s.87-97; zobacz też Łuczka, 2013).

Wpływ uwarunkowań regionalnych na funkcjonowanie przedsiębiorstwa i sposób prowadzenia gospodarki finansowej wyraża się przede wszystkim w (1) społecznym i kulturowym zróżnicowaniu (dywersyfikowaniu poszczególnych źródeł finansowania), (2) stopniu zorganizowania i jakości otoczenia biznesowego (zarówno lokalnego jak i regionalnego finansowania oraz sądownictwa), a także w (3) poziomie kapitału społecznego (szczególnie zaufania pomiędzy samymi właścicielami) (zobacz tez: Fritsch & Story, 2014, s.939-954; Andrzejczyk, 2010; Kamińska, 2011; Bell & Vos, 2009; Czarnitzki, 2006, s.335-357; Nuissl, 2005, s.65-81; zobacz też: Guiso & Sapienza & Zingales, 2004, s.929-969; Bellandi, 2001, s.189-210; Fritsch, 2001, s.297-307).

Regionalne i lokalne otoczenie instytucjonalne mikro, małych i średnich przedsiębiorstw jest jednym z bardziej istotnych czynników kształtujących wybory ich właścicieli, szczególnie w zakresie:

(1) istnienia tradycji organizacji

(2) formułowania procedur

(3) korzystania ze środków instytucji publicznych świadczących usługi doradcze

(4) współpracy w ramach regionalnych izb przemysłowych i handlowych

(5) inicjowania klastrów czy

(6) współtworzenia grup benchmarkingowych.

Poruszane zagadnienia analizowane z perspektywy MSP, wymagają podkreślenia regulacji prawnych tworzących dodatkowe obciążenia, gdyż często warunkowane są jakością i sprawnością lokalnych organów wymiarów sprawiedliwości - sądów.

Badania przeprowadzone przez włoskich naukowców dowodzą, iż właściwe funkcjonowanie sektora mikro, małych i średnich przedsiębiorstw wymaga właściwego funkcjonowania sądownictwa (Agostino i inni, 2009, s.1-29). M. Agostino, M. La Rocca, T. La Rocca & F. Trivier we wnioskach ze swoich wyników badań podkreślają znaczenie różnic występujących w lokalnej interpretacji prawa, co prócz groźby upadłości, warunkuje zróżnicowany poziom wymaganych zabezpieczeń wobec kredytodawców z tego sektora. Różnice zaobserwowane we Włoszech w aspekcie regionalnym dotyczącym rozwoju systemu finansowego i sprawności sądów, implikujących mechanizm podejmowania decyzji finansowych przez właścicieli MSP, można również zauważyć w Polsce. Dowodzi to, iż integracja rynków kapitałowych nie wpływa na lokalne uwarunkowania, które powinny tworzyć zunifikowaną całość, dobrze rozwiniętych instytucji na lokalnym/regionalnym poziomie, aby uzyskać łatwiejszy dostęp choćby do zewnętrznych źródeł finansowania (zobacz też: Małecka, 2016b, s.11-24). Zgodnie z danymi Raportu Doing Business w Polsce przeciętna liczba dni trwania rozstrzygania sporów gospodarczych wynosi 900 dni, co jak wiadomo, może oznaczać bankructwo przedsiębiorstwa (http://www.doingbusiness.org/en/rankings, dostęp z 03.09.2018).

Lokalne banki często łagodzą wobec mikro, małych i średnich przedsiębiorstw skutki „dyskryminacji kredytowej", zdefiniowanej w minionym stuleciu przez J.K. Galbraighta, polegającej na trudniejszym dostępie do kredytu bankowego zwłaszcza w okresie restrykcyjnej polityki banku centralnego (Łuczka, 2013; Galbraith, 1957, s.124-133). Działanie na rzecz MSP, w konsekwencji może jednak stanowić znaczącą barierę, pewnego rodzaju hamulec gospodarczy - wyznaczający granice ekspansji rynkowej przedsiębiorstw tej wielkości - oraz brak ich wpływu na podstawowe parametry rynku: cenę i popyt, co może tylko zwiększyć ryzyko ich działalności (zobacz też: Kasperkowiak & Małecka 2018, s.811-822; Stawasz & Ropęga, 2014, s.99-113; Vătămănescu, 2014, s.55-70).

Zależność, wskazaną przez włoskich naukowców, występującą pomiędzy lokalizacją małych i średnich przedsiębiorstw a strukturą kapitału potwierdzają wyniki badań własnych przeprowadzonych w 2017 roku wśród 359 mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Wielkopolsce. Lokalizacja przedsiębiorstw do pewnego stopnia wywierała wpływ na wybór i proporcje źródeł finansowania (Łuczka & Małecka, 2017d, s.375-387). Wykazana został

wyraźna tendencję w zakresie korzystania z (1) leasingu przez właścicieli MSP, który rósł wprost proporcjonalnie do wielkości miejscowości, w której prowadzona jest działalność gospodarcza i (2) kredytu handlowego w relacji odwrotnie proporcjonalnej (tabela 2.2).

Tabela 2.2 Lokalizacja przedsiębiorstwa a wybór źródeł finansowania w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach w Wielkopolsce [w%]

LOKALIZACJA MSP [według liczby mieszkańców w tys.]	STRUKTURA KAPITAŁU				
	kapitał własny	kredyt długoterminowy	kredyt krótkoterminowy	leasing	kredyt handlowy
Wieś	76.4	5.0	3.3	2.8	12.5
Miasto < 5	78.6	5.9	6.5	4.2	4.8
Miasto 5-49	77.5	4.8	5.4	2.4	9.8
Miasto 50-150	79.4	6.1	3.1	4.1	7.2
Miasto >150	78.3	4.6	2.9	5.8	8.4

Źródło: Łuczka & Małecka, 2017d, s.379

Lokalizację, jako czynnik wyboru źródeł finansowania, potwierdzają również badania własne, przeprowadzone rok wcześniej wśród studentów kierunków ekonomicznych – potencjalnych przedsiębiorców mieszkających na wsi i w mieście (tabela 2.3). Badani generalnie nie wskazali rynku kapitałowego, a jedynie rozwiązania rynku pieniężnego, najczęściej wybierając kredyt bankowy (kapitał własny jako źródło finansowania uzyskał niższą klasyfikację niż potwierdzenie niewiedzy w badanym obszarze). Kredyt bankowy dominował na wsi. Różnica wobec potencjalnych przedsiębiorców mieszkających w mieście wynosiła 8.5 p.p. Kapitał własny, jako potencjalne źródło finansowania wybrało 20% przedsiębiorców na wsi wobec 17.9% w mieście. Wskazane zostały również instytucje: Urząd Pracy, Urząd Miasta lub Gminy, jako potencjalni oferenci wsparcia przedsiębiorczości, a także rodziny respondentów. Jednakże przedsiębiorcy z miasta byli w tym zakresie dwa razy bardziej aktywni od zamieszkałych na wsi (odpowiednio: 11.4; 6.8%). Z punktu widzenia rozważań prowadzonych w dysertacji, istotnym jest fakt, iż ankietowani potencjalni przedsiębiorcy nie wskazywali żadnych źródeł finansowania, zwłaszcza jeśli chodzi o możliwości stwarzane przez instrumenty rynku kapitałowego (Łuczka & Malecka, 2017d, s.383).

Tabela 2.3 Kolejność wyboru źródeł finansowania wśród potencjalnych przedsiębiorców w mieście i na wsi [w %]

LOKALIZACJA	BANK	NIE WIEM	PRZEDSIĘBIORCA	INNE ŹRÓDŁA	OGÓŁEM
Wieś	49.2	22.0	22.0	6.8	100.0
Miasto	40.7	30.0	17.9	11.4	100.0
Ogółem	43.2	27.6	19.1	10.1	100.0

Źródło: Łuczka & Małecka, 2017d, s.383

Badania nad zewnętrznymi i wewnętrznymi uwarunkowaniami wyboru źródeł finansowania działalności gospodarczej przez właścicieli mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce, a także potencjalnych przedsiębiorców, prowadzą do wniosku, że istnieje określona luka informacyjna. Problem ten wymaga dalszych badań i w konsekwencji lepszego wkomponowania MSP w realia i możliwości wykorzystania oferowanych przez rynek finansowy, zwłaszcza kapitałowy, źródeł finansowania. Jakość gospodarki finansowej wyznacza bowiem - w konsekwencji - granice ekspansji gospodarczej przedsiębiorstw każdej wielkości.

2.1.2. Czas dysponowania kapitałem i cel finansowania

Dominująca pozycja właściciela w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach znajduje między innymi wyraz w tzw. mentalności kredytowej, co oznacza, że przedsiębiorcy tej wielkości preferują finansowanie kapitałem własnym i niechętnie korzystają z kapitału obcego, zwłaszcza kredytu bankowego. Mechanizm tego zjawiska wyjaśnia teoria packing-order, zgodnie z którą przedsiębiorcy najpierw wykorzystują własne źródła finansowania, a w dalszej kolejności obce (Myers, 1983, s.575-592). Jednym z głównych powodów takiego wyboru jest zachowanie prawa własności przedsiębiorstwa. Długoterminowe zaangażowanie stanowiące główną cechę takiego finansowania, na stałe związuje z funkcjonowaniem prowadzonej działalności. Status prawny przedsiębiorstwa determinuje stosowną terminologię w tym zakresie: (1) w spółkach osobowych będzie on nazywany kapitałem własnym, (2) w kapitałowych zaś kapitałem zakładowym (zapasowym lub rezerwowym) (zobacz też: Małecka, 2017a, s.34-43; Poznańska, 2014d, Łukasik, 2010; Bień, 2008b; Brealey & Myers, 2003).

Cechą charakterystyczną kapitału obcego jest możliwość czasowego dysponowania nim, co wiąże się z ponoszeniem dodatkowych kosztów (odsetek), które muszą zostać spłacone wraz z kwotą podstawową, w z góry ustalonym terminie. Mimo, iż warunki spłaty nie uwzględniają bieżącej sytuacji przedsiębiorstwa, a jej brak niesie ryzyko upadłości - w przypadku bezwzględnego domagania się spłaty – powierzające kapitał osoby/instytucje nie mogą wpływać na bieżące zarządzanie przedsiębiorstwem, a jedynie na rozdysponowanie cedowanych środków (Grzywacz & Jabłońska, 2013, s.24; Łuczka, 2013; Ickiewicz, 2004, s.39-41; Duliniec, 2001, s.12; Potocki 2000; Quinn & Cameron, 1983).

Istotnym elementem w rozważaniach nad kapitałem, stanowi możliwość redukcji zobowiązań podatkowych, płacone odsetki stanowią bowiem koszt uzyskania przychodu,

zmniejszając jednocześnie podstawę opodatkowania, co nazywane jest „tarczą podatkową". Często, przy wykorzystywaniu kapitału obcego w stosownej proporcji istnieje możliwość odniesienia jeszcze większych korzyści finansowych w postaci tzw. „dźwigni finansowej", wpływającej na podniesienie rentowności kapitału własnego - tzw. ROE (Perz, 2008).

Ze względu na kryterium czasu dysponowania kapitałem, w literaturze przedmiotu występuje podział na: (1) kapitał krótkoterminowy – zapadalność[24] do jednego roku oraz (2) długoterminowy – zapadalność powyżej jednego roku (tabela 2.4).

Tabela 2.4 Krótko- i długoterminowe źródła finansowania przedsiębiorstw

	CZAS DYSPONOWANIA KAPITAŁEM	
	KRÓTKOTERMINOWY	DUGOTERMINOWY
INSTRUMENTY FINANSOWE	- kredyt bankowy	- kredyt bankowy
	- pożyczki od instytucji finansowych	- poręczenie kredytowe
	- zobowiązania odnawialne	- leasing
	- kredyt handlowy (kupiecki)	- wynajem
	- faktoring	- franchising
	- krótkoterminowe papiery dłużne	- obligacje
	- instrumenty pochodne	- dotacje i subwencje
	- produkty trade finance	- fundusze pomocowe
	- pożyczki od rodziny i znajomych	- pożyczki od rodziny i znajomych

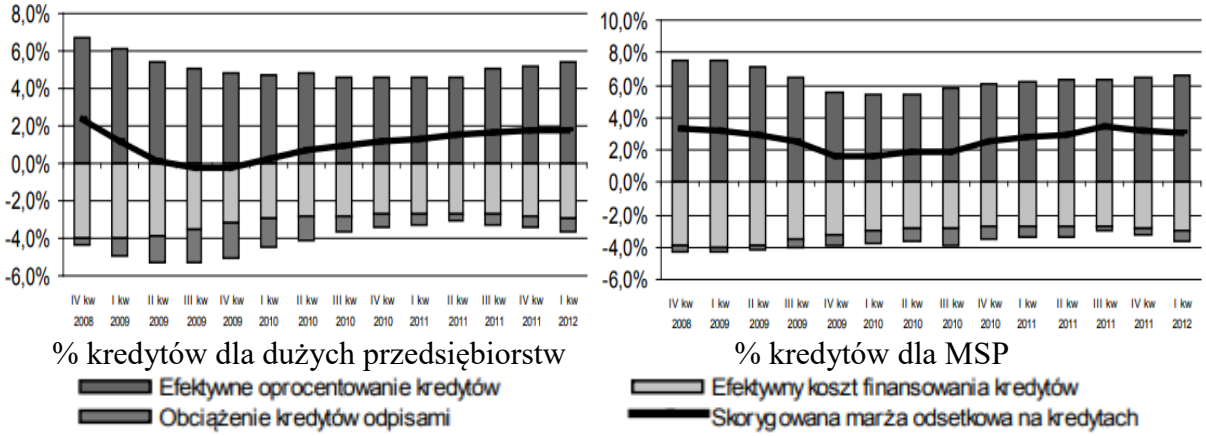
Źródło: opracowanie własne na podstawie ofert rynkowych instytucji finansowych w Polsce

Kolejnym po środkach własnych, źródeł kapitału w mikro, małych i średnich przedsiębiorstw jest kredyt bankowy w obu kryteriach – krótko- i długoterminowych zobowiązań. Banki jednak, zabezpieczając się przed poniesieniem ryzyka, stosują własne taryfikatory i główną klasyfikację sektora MSP, obowiązującą w UE, dywersyfikują na mniejsze przedziały obrotów rocznych. I tak, w jednym z banków komercyjnych, który udostępniał dane do badań nad mikro, małymi i średnimi przedsiębiorstwami w Polsce, mikro i małe firmy skategoryzowane są jako te, o przychodach do 5 mln PLN rocznie, natomiast średnie to takie, które osiągają przychód od 5 do 40 mln PLN w skali roku. Podejście takie stanowi element zabezpieczania się przez banki przed ryzykiem, które ponoszą w momencie udzielania kredytów, bowiem wartość udzielonego kredytu stanowi wartość nadrzędną nad odsetkami możliwymi do uzyskania z tytułu transakcji. Kredyty bankowe, zarówno krótko- jaki i długoterminowe, są często produktami trudno dostępnymi dla powstających przedsiębiorstw, szczególnie tych, działających w branżach innowacyjnych, których przybliżone wartości

[24] Okres spłaty

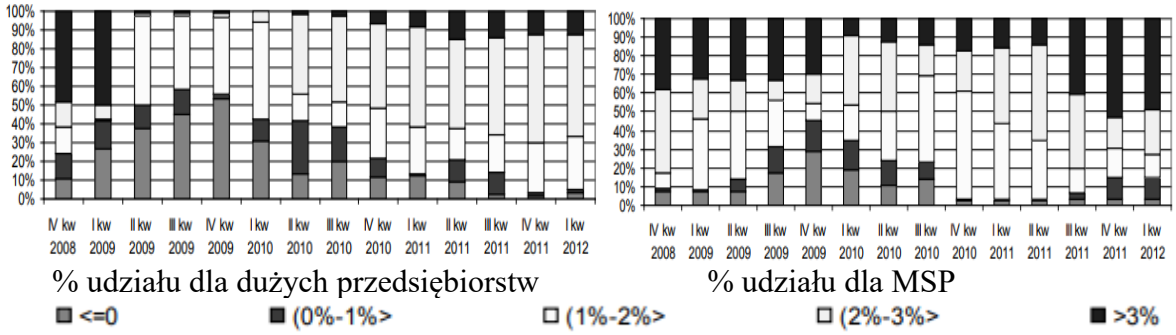
zyskowności są trudne do szacowania (Poznańska, 2015a; Poznańska, 2002). Nowe firmy nie posiadają zazwyczaj stałego portfela klientów, ani udokumentowanych możliwości zbytu, a ich kapitał nie wystarcza na zabezpieczenia. W Polsce na podstawie ustawy o prawie bankowym, kredytów mogą udzielać również niebankowe instytucje finansowe, takie jak np. kasy oszczędnościowo-kredytowe.

Raport Narodowego Banku Polskiego o stanie stabilności systemu finansowego dowodzi, iż banki osiągają największą zyskowność z: (1) obsługi operacji tradycyjnych i obsłudze płatności oraz (2) opłat i prowizji. Do produktów bankowych przynoszących najwyższe zyski należą: (1) kredyty konsumpcyjne, (2) kredyty mieszkaniowe, (3) kredyty komercyjne, przy czym ostatnie, przynoszą o wiele większe zyski z obciążeń MSP niż z dużych przedsiębiorstw. (wykres 2.1. i 2.2) (NBP, 2012, s.37).



Wykres 2.1 Szacunkowa zyskowność kredytów udzielonych przedsiębiorstwom w latach 2008-2012

Źródło: NBP, 2012, s. 37



Wykres 2.2 Udział szacunkowej zyskowności kredytów udzielonych przedsiębiorstwom w latach 2008-2012

Źródło: NBP, 2012, s. 37

Kolejnym, często stosowanym instrumentem krótkoterminowym jest kredyt handlowy (tzw. kupiecki) zbudowany przede wszystkim na zaufaniu współpracujących stron

(przedsiębiorców). Polega on na sprzedaży towarów lub usług z opcją odroczonego terminu płatności i stanowi jedno z podstawowych narzędzi wspierających płynność finansową mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Do istotnych przyczyn upadłości należy bowiem utrata płynności finansowej, a tej z kolei najczęstszą przyczyną są opóźnienia w regulowaniu należności przez kontrahentów. Kredyt handlowy, stanowi jedno z ważniejszych ogniw zarządzania współczesnymi przedsiębiorstwami, a w przypadku MSP, jest istotnym punktem negocjacyjnym, szczególnie w relacjach z większymi parterami handlowymi. Istnieją bowiem umowy, w których kontrahenci mają otwarte kredyty na dokonywanie zakupów w określonej kwocie, bez konieczności regulowania salda transakcji do zera, a spełniania jedynie warunku bieżącej spłaty, przy realizacji i zachowaniu wyznaczonych terminów, tzw. linia należności w kredycie handlowym. Opcja ta zapewnia przedsiębiorstwu płynność łańcucha dostaw. Istnieje jednak uwarunkowanie dotyczące terminu zapłaty. Od 29 kwietnia 2013 roku obowiązuje bowiem ustawa Dz. U. z 2013 r. poz. 403, z dnia 08 marca 2013 r., zgodna z dyrektywą PE i Rady 2011/7/UE z 16 lutego 2011 r., traktująca o terminach płatności nie dłuższych niż 60 dni, chyba, że zawarta umowa stanowi inaczej. Zagadnienie to jest interesujące i wymaga pogłębionych badań, ze względu na ograniczoną liczbę umów podpisywanych przez mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa w relacji z liczą kontrahentów i zakresem dokonywanych pomiędzy nimi transakcji.

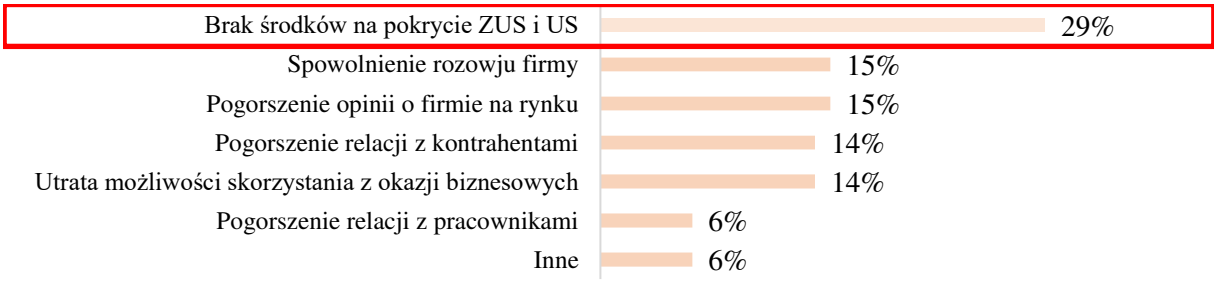
Problem nieterminowego regulowania zobowiązań i rosnących należności był również przedmiotem raportu Deloitte, zgodnie z którym występuje on w 70% mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, w połowie których zakłóca to w sposób istotny gospodarkę finansową. Stąd zrozumiałe jest, że najważniejszym celem dla połowy MSP w Polsce jest osiągnięcie zysku, a dla 37% utrzymanie płynności finansowej. Jedna czwarta badanych mikro, małych i średnich przedsiębiorstw nie stosowała żadnego z wymienionych instrumentów zarządzania płynnością finansową, co więcej, 37% w ogóle nie interesowała się tym problemem, 57% stosowało taktykę przedłużania terminów płatności. Równocześnie rośnie odsetek przedsiębiorców, którzy doceniając problem terminowego regulowania należności, zapewniają sobie niezbędne warunki w tym zakresie już w trakcie negocjacji kontraktów (Deloitte, 2016).

Badania własne przeprowadzone na początku 2019 roku, przy współpracy z jednym z komercyjnych banków w Polsce wykazały:

(1) 41% przedsiębiorstw deklaruje, iż kilka razy w roku kontrahenci zwlekają z uregulowaniem zobowiązań; wynik jest jednoznaczny: przy analizowanym portfelu klienta - co 20 przedsiębiorca, napotyka ten problem przy każdej fakturze

(2) 31% przedsiębiorców przyznaje, iż kilka razy w roku nie jest w stanie wywiązać się ze swoich zobowiązań, z czego 7% zmaga się z tym codziennie

(3) 29% przedsiębiorców uważa, iż obciążenia ZUS i US stanowią najważniejsze źródło zagrożenia utraty płynności finansowej (wykres 2.3) (Mioducka & Małecka, 2019).



Wykres 2.3 Konsekwencje utraty płynności finansowej
Źródło: Mioducka & Małecka, 2019

Polityka kredytu handlowego, będącego również narzędziem konkurencyjności rynkowej, wspierana jest polityką factoringu - przeniesieniem wierzytelności handlowych, polegających na przejęciu zobowiązań wierzyciela przez faktora. Faktor przejmuje ściąganie należności wierzyciela, finansuje wielkość należności, pomniejszoną o umowną opłatę faktoringową i przejmuje ryzyko transakcyjne. Do stosowania faktoringu stymuluje: (1) polepszenie płynności finansowej (w zakresie zobowiązań bieżących i zabezpieczenia przed opóźnionymi należnościami), (2) trudności w dostępie do kredytu bankowego (wysokie zadłużenie, brak zabezpieczenia).

Mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa - jak już wskazano wcześniej - cechują ograniczone możliwości dokapitalizowania, zarówno w dysponowaniu umiarkowaną wielkością kapitału własnego, jak i limitowanym dostępem do kapitału obcego (Małecka, 2016b, s.147-129; Łuczka, 2013; Bielawska 2011; Busse, 1993, s.19; Galbraith, 1957, s.124-133). W rezultacie tego są one niestabilne finansowo, nie mają wpływu na główne parametry rynku, a ich granice przetrwania na konkurencyjnym rynku - zwłaszcza w okresie dekoniunktury gospodarczej - są również ograniczone. Jakość managementu finansowego kształtuje między innymi polityka korzystania z krótkoterminowych kredytów bankowych, których alternatywą na rynku pozabankowym jest factoring, służący podtrzymaniu płynności finansowej oraz - co istotne - wspierający politykę kredytu handlowego przedsiębiorstwa w relacji z odbiorcami (możliwość wydłużenia np. terminów płatności w ofertach handlowych) oraz franchising, odgrywający istotną rolę w zmniejszaniu ryzyka, kosztów wejścia na rynek i

prowadzenia działalności gospodarczej. Franczyzobiorca na starcie otrzymuje know-how oraz markę i organizację placówki, znane i rozpoznawalne przez klientów. Oba rozwiązania krótko- (faktoring) i długoterminowe (franchising) mieszczą się w ramach przyjętej w literaturze przedmiotu przedsiębiorczości (*enterprenerial activity)* (Małecka & Łuczka, 2018c, s.303-311; Nyadzayo, Matanda & Ewing, 2016, s.163-174; Małecka & Łuczka 2081b, s.254-261; Łuczka, 2013; zobacz też: Poznańska, 2012a).

W literaturze przedmiotu i praktyce gospodarczej, wskazuje się wiele przyczyn bankructw mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Przykładów je obrazujących i raportów, na tle których można dokonywać porównań również. Wyniki badań własnych, wykorzystujące dane zebrane przez banki działające w Polsce oraz raport Deloitte, wykazały zależność pomiędzy niskimi wskaźnikami dotyczącymi: liczby, tempa wzrostu i struktury likwidowanych przedsiębiorstw, według wielkości zatrudnienia przeżycia nowo zakładanych MSP, a tempem ich likwidacji (Małecka & Łuczka, 2018c, s.303-311; Deloitte, 2016). Dane te zostały odniesione do wyników firm franchisingowych z branży DIY działających w Polsce. Wykazano, iż małe i średnie przedsiębiorstwa charakteryzują się zdecydowanie niższą możliwością przetrwania na rynku - wahania koniunktury gospodarczej skutkują określoną, zwiększoną liczbą bankructw przedsiębiorstw tej wielkości, ponieważ upadki dużych firm są raczej rzadkie i spektakularne (zobacz też: Łuczka, 2002, s.55-70). Obserwacja liczby, tempa i struktury likwidacji mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w badanym okresie wskazuje, że zjawisko to dotyczyło przede wszystkim mikro i małych przedsiębiorstw. Tempo likwidacji mikrofirm było dwa razy większe niż małych przedsiębiorstw (113.8%), cztery razy większe niż średnich (56.5%) oraz siedem razy większe niż dużych (33.4%).

Szczegółowa analiza danych wykazała, iż „we wszystkich przedsiębiorstwach, nawet w dużych, wzrósł odsetek likwidacji został wywołany kryzysem gospodarczym w latach 2008-2009. Zatem wszystkie przedsiębiorstwa – jakkolwiek w różnym zakresie – podlegały wpływowi dekoniunktury gospodarczej. Należy zwrócić uwagę na fakt, że w przedsiębiorstwach średnich i dużych obserwowano korzystne zjawisko w zakresie kształtowania się tempa i kierunku ich likwidacji - w badanym okresie o blisko połowę spadło tempo likwidacji średnich firm (56.5%) oraz do jednej trzeciej (33.4%) dużych. Analiza struktury likwidowanych przedsiębiorstw wskazała, że szczególnie dominującą grupą przedsiębiorstw w tym zakresie były mikroprzedsiębiorstwa.

Prezentowane dane dotyczące liczby, tempa wzrostu i struktury bankructw przedsiębiorstw według wielkości wskazują, że najmniej bezpieczne na konkurencyjnym rynku

są mikro i małe przedsiębiorstwa, a więc można jednoznacznie stwierdzić, iż bezpieczeństwo firmy na rynku rośnie wraz z jej wielkością (tabela 2.5).

Tabela 2.5 Liczba, tempo wzrostu i struktura likwidowanych przedsiębiorstw w Polsce

LATA	WIELKOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA				Ogółem
	0–9	10–49	50–249	>249	
LICZBA [w tys.]					
2003	148.20	3.89	978	341	153.41
2004	204.98	3.72	911	232	209.85
2005	228.17	4.06	665	172	233.08
2006	283.27	3.74	451	178	287.64
2007	253.10	3.35	490	122	257.06
2008	257.72		988	240	264.11
2009	377.92	4.73	612	182	383.44
2010	264.13	3.96	493	123	268.71
2011	413.00	5.50	734	170	419.40
2012	303.58	6.53	617	152	310.87
2013	327.11	4.41	553	114	332.18
TEMPO WZROSTU 2003=100.0 [%]					
2004	138.1	95.8	93.1	68.0	136.8
2005	154.0	104.4	68.0	50.4	151.9
2006	191.1	96.2	46.1	52.2	187.5
2007	170.8	86.1	50.1	35.8	167.6
2008	173.9	132.9	101.0	70.4	172.2
2009	255.0	121.6	62.6	53.4	249.9
2010	178.2	101.9	50.4	36.1	175.2
2011	278.7	141.4	75.1	49.9	273.4
2012	204.8	167.9	63.1	44.6	202.6
2013	220.7	113.3	56.5	33.4	216.5
STRUKTURA [%]					
2004	97.7	1.8	0.4	0.1	100
2005	97.9	1.7	0.3	0.1	100
2006	98.4	1.3	0.2	0.1	100
2007	98.5	1.3	0.2	0.0	100
2008	97.6	1.9	0.4	0.1	100
2009	98.6	1.2	0.2	0.0	100
2010	98.3	1.5	0.2	0.0	100
2011	98.5	1.3	0.2	0.0	100
2012	97.7	2.1	0.2	0.0	100
2013	98.5	1.3	0.2	0.0	100

Źródło: Małecka & Łuczka, 2018c, s.305

Wyniki badań wykazały również, iż po pierwszym roku działalności gospodarczej wskaźniki przeżycia wynosiły w analizowanych latach kolejno: 70.7% i 76.4%, a po pięciu latach aktywności gospodarczej: 31.8% i 33.0%. Oznacza to, że po tym okresie pozostaje na rynku zaledwie co trzecie przedsiębiorstwo tej wielkości (tabela 2.6).

Tabela 2.6 Wskaźniki przetrwania MSP utworzonych w 2007 i 2008 w kolejnych latach działalności w latach 2007-2012 i 2008-2013 [w %]

PORÓWNYWANE LATA					
2008/2007	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011	2012/2007
70.7	76.5	80.4	85.5	73.3	31.8
PORÓWNYWANE LATA					
2009/2008	2010/2008	2011/2009	2012/2010	2013/2011	2013/2008
76.4	76.3	80.3	65.6	86.2	33.0

Źródło: Małecka & Łuczka, 2018c, s.306

Poszukując przyczyn słabej kondycji mikro, małych i średnich przedsiębiorstw powinno się ich upatrywać w kilku obszarach. Po pierwsze przyczyny te związane są bezpośrednio z zakresem wpływu przedsiębiorstw tej wielkości na podstawowe parametry rynku. MSP - z wyjątkiem firm ulokowanych w niszy rynkowej - nie mają wpływu na takie parametry rynku, takie jak popyt i cena, a także cenę oferowanych produktów i usług: rynkowa cena sprzedaży jest dla MSP daną ostateczną i do niej muszą dostosować się przedsiębiorstwa tej wielkości. Często są one zmuszone - poprzez rezygnację z części zysku - do odpowiedniego kształtowania ceny, aby ulokować swoją ofertę na rynku jako akceptowalną przez konsumentów (Łuczka, 2002, s.55).

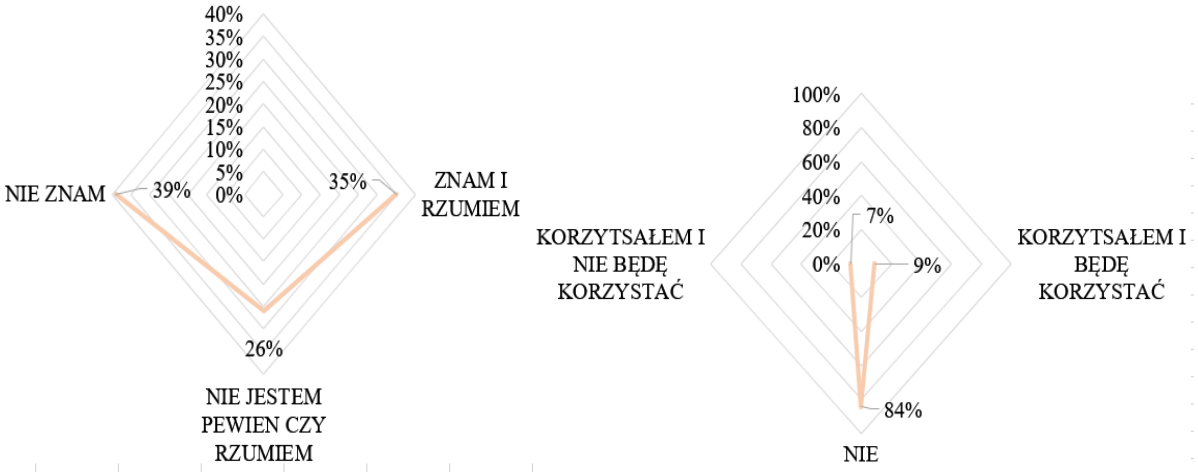
Kolejna przyczyna słabszej kondycji małych i średnich przedsiębiorstw wynika z braku dostępu do efektów skali produkcji i zbytu. Przedsiębiorstwa tej wielkości osiągają wyższy koszt jednostkowy i zarazem niższy zysk jednostkowy, co w konsekwencji, prowadzi do realizacji niższego ogólnego wolumenu zysku.

Po trzecie, ograniczona wielkość kapitału własnego skutkuje niższą wiarygodnością kredytową i pogorszeniem pozycji MSP w ubieganiu się o kapitał obcy, zwłaszcza kredyt bankowy - tak zwane zjawisko dyskryminacji kredytowej (Galbraith, 1957, s.124-133). Dodatkowe trudności dotyczą przedsiębiorstw nowo zakładanych, nieposiadających wystarczającej historii kredytowej, a planujących podjęcie wysiłku zbudowania swojej pozycji na konkurencyjnym rynku w oparciu o kredyt bankowy (Małecka, 2016a, s.91-122).

W literaturze przedmiotu podkreśla się, że najczęstszą przyczyną prowadzącą do upadku przedsiębiorstwa jest brak płynności finansowej, przy czym sekwencja jest następująca: zachwianie płynności finansowej - utrata płynności finansowej - utrata równowagi finansowej - bankructwo i likwidacja (Gregory i inni, 2005, s.382-392). Zachwianie płynności finansowej może być związane ze zmianą warunków zewnętrznych, a więc w otoczeniu przedsiębiorstwa, które mają charakter makroekonomiczny.

Wewnętrznym uwarunkowaniem będącym powodem zachwiania płynności finansowej, może być również fakt ciągle jeszcze niższej jakości standardów w zakresie dobrych praktyk i komunikacji w biznesie. Szczególnie dotyczy to krajów o post-transformacyjnej historii i jej wpływu na kluczowy problem zaufania w biznesie, którego wskaźnik w Polsce jest jeden z najniższych w Europie, a także odpowiedzialności za dobre imię swoje/właściciela firmy, budowanie dobrej marki i image przedsiębiorstwa. Najczęściej jednak problemy z utrzymaniem płynności finansowej w małych i średnich przedsiębiorstwach są wynikiem szeroko pojętej niższej jakości managementu finansowego. Im mniejsza jest bowiem wielkość przedsiębiorstwa, tym mniejszy jest zakres planowania, zwłaszcza finansowego. Przedsiębiorcom niekiedy trudno jest odpowiedzieć na pytanie, jak będzie funkcjonowała ich firma za rok, a niekiedy i za miesiąc, nie wykorzystują przygotowanych dla nich instrumentów finansowych, niedostatecznie gospodarują kapitałem obrotowym – bywa, iż nie stosują dobrej polityki w zakresie kredytu handlowego (WTO, 2008)" (Małecka & Łuczka, 2018c, s.303-308).

Rozwiązania takie jak skonto, czy faktoring również nie należą do powszechnej praktyki gospodarczej mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Badania prowadzone w styczniu 2019 roku wykazały, iż w analizowanym portfelu przedsiębiorstw jednego z banków komercyjnych działających w Polsce, 65% ankietowanych przedsiębiorców nie wie co to jest faktoring (39% zdecydowanie, 26% nie jest pewna czy rozumie co to jest), 84% znających ten instrument, nigdy z niego nie korzystało, z czego 7% - co należy podkreślić - stanowią ci przedsiębiorcy, którzy deklarują jednocześnie codzienny problem z regulacją bieżących zobowiązań (zobacz: wykres 2.3). Wsparcia ze względu na nieumiejętność skutecznego wyszukiwania informacji w Internecie lub możliwości uzyskania personalnego kontaktu oczekuje 74% respondentów (wykres 2.4).



Wykres 2.4 Poziom wiedzy i stosowanie faktoringu w Polsce

Źródło: Mioducka & Małecka, 2019

Analizowana próba 300 tys. przedsiębiorstw objętych badaniem stanowi wystarczającą, aby postawić tezę, iż faktoring jest nieznanym instrumentem finansowym wspierającym płynność mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce, a wiedza właścicieli stanowi barierę rozwoju przedsiębiorstw tej wielkości. Niedostateczne rozmiary kapitału własnego zmuszają mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa do poszukiwania innych, najłatwiej dostępnych źródeł kapitału, przede wszystkim poprzez niedotrzymywanie terminów regulacji zobowiązań. Tendencja występująca w tym zakresie jest jednoznaczna: wraz ze spadkiem wielkości przedsiębiorstwa rośnie udział kredytu handlowego w strukturze kapitału (Łuczka, 2013; Małecka & Łuczka, 2016a, s.418-431).

Obroty firm factoringowych kooperujących z mikro, małymi i średnimi przedsiębiorstwami wykazały bardzo dynamiczne wzrosty - przeszło dziesięciokrotne - i nadal wykazują stałą tendencję wzrostową, co dowodzi stopniowej ewaluacji zagadnienia i podejmowanych przez MSP działań w tym zakresie (GUS i Kaleta 2016) (tabela 2.7).

Tabela 2.7 Wielkość i tempo wzrostu factoringu i brendów franchisingowych w Polsce w latach 2003-2013

LATA	Factoring	Franchising		Factoring	Franchising	
		Brend	Przedsiębiorstwa		Brend	Przedsiębiorstwa
	PLN [mln]	Liczba		Tempo wzrostu 2003=100.0		
2003	12.19	216	11.882	100.0	100.0	100.0
2004	14.10	256	14.162	115.7	118.5	119.2
2005	14.18	310	20.661	116.3	143.5	173.9
2006	.	329	23.131	.	152.3	194.7
2007	.	405	25.654	.	187.5	215.9
2008	.	517	30.634	.	239.4	257.8
2009	.	626	37.982	.	289.8	260.7
2010	64.20	762	45.202	526.7	352.8	380.4
2011	79.37	845	53.392	651.1	391.2	449.4
2012	113.10	942	57.490	927.9	436.1	483.8
2013	130.96	998	63.482	1074.4	462.0	534.3

Źródło: Małecka & Łuczka, 2018c, s.307, na podstawie GUS i Kaleta, 2016

Badania H.H. Wellalage i S. Locke wykazują, iż franchising jest często stosowaną, alternatywną formą zachowania płynności i równowagi finansowej oraz budowy i zachowania pozycji małych i średnich przedsiębiorstw w coraz bardziej turbulentnym i konkurencyjnym rynku światowym. Zmniejsza on bowiem znacząco odsetek likwidowanych mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, który w ciągu pierwszych pięciu lat działalności gospodarczej wynosi około 10% (Wellalage & Locke, 2012, s:1-17). Rozważania w zakresie relacji między franchisingiem i przedsiębiorczością, a także roli zaufania i satysfakcji z bycia partnerem franchisingowym, są częstym tematem rozważań w literaturze przedmiotu. Dowodzą one

słuszności konceptu, który okazał się ekonomicznym sukcesem zwiększającym zarówno płynność finansową jak i przeżywalność mikro, małych i średnich przedsiębiorstw (Wu Chih-Wen, 2015, s.1586; Altinay i inni, 2013, s.727; Tuunanen, 2007, s.213-233).

Franchaising ma również aspekt lokalny, bowiem wzmacniając pozycję przedsiębiorstwa i jego rozwój, tworzy miejsca pracy oraz ułatwia powiększanie zasięgu rynku przez internacjonalizację, którą zapewniają centrale zakupowe (Hoffman i inni, 2014, s.101-114; Lopez-Bayon & Lopez-Fernandez, 2016, s.1059-1079; Anuar & Chin, 2016, s.274-280, zobacz też: Hadaś & Ragin-Skorecka, 2017, s.40-46). Istotne z tego punktu widzenia jest zagadnienie obniżenia kosztów transakcyjnych (wejścia na rynek, reklamy) oraz oszczędność angażowanego kapitału własnego przedsiębiorstwa.

Badania własne prowadzone w zakresie franchisingu wykazały szybki wzrost jego wykorzystania i zainteresowania nim (przyrost 782 brendów, oznacza ponad czterokrotny wzrost z rokiem bazowym, przy jednoczesnym wzroście o 51.5 tys. podmiotów gospodarczych działających w badanym okresie – wzrost ponad pięciokrotny) (zobacz tabela 2.7). Interesujące z tego punktu widzenia są również badania empiryczne, przeprowadzone na podstawie analizy jakościowej i ilościowej, uwzględniającej 5-cio stopniową skalę Likerta (zawierające zmienne cechy ilościowe ciągłe i dyskretne), przeprowadzone na próbie n_{ij}=80 MSP, z podziałem na dwa rynki: (1) FBM (x_i) franchising pełen, (2) FM (x_j) franchising niepełny. Wszystkie przedsiębiorstwa reprezentowały tą samą branżę DIY w Polsce (tabela 2.8).

Tabela 2.8 Wielkość badanej próby przedsiębiorstw DIY w Polsce

Rodzaj franchisingu	LICZBA MIESZKAŃCÓW							
	≤5		[5-50)		[50-150)		≥150	
	Liczebność	Udział [%]	Liczebność	Udział [%]	Liczebność	Udział [%]	Liczebność	Udział [%]
FBM (x_i)	2.00	2.50	20.00	25.00	13.00	16.25	5.00	6.25
FM (x_j)	1.00	1.25	8.00	10.00	16.00	20.00	5.00	6.25

Źródło: Małecka & Łuczka, 2018c, s.308, na podstawie badań własnych

Wyniki uzyskane wśród tak zdefiniowanej grupy zestawiono z rynkiem tradycyjnym, wykazując, iż w dwóch grupach: (1) FBM (x_i) franchising pełny i (2)FM (x_j) franchising niepełny, 90.00% z ankietowanych wcześniej prowadziło działalność gospodarczą, która zakończyła się bankructwem. Głównym powodem wybrania takiej formy ponownej aktywności gospodarczej był brak możliwości migrowania i zmiany miejsca zamieszkania, ze względów rodzinnych. Poszukiwanie możliwości poprawy efektywności przedsiębiorstwa, spowodowało chęć otwarcia działalności gospodarczej na zasadzie franchisingu. Dokonana analiza testem χ^2, w której postawiono tezę: zmienne są niezależne, czyli wybór lokalizacji nie

zależy od rodzaju wybieranej franczyzy, dowiodła poprawności założenia - wartość krytyczna, przyjęta na poziomie istotności α=0.05, przy trzech stopniach swobody wyniosła 7.815, natomiast wartość statystyki testowej n_{ij}=0.7489. W analogiczny sposób zbadano zależność pomiędzy wyborem sieci franczyzowej a liczbą lat przeżycia przedsiębiorstwa na rynku (tabela 2.9).

Tabela 2.9 Przeżywalność franczyzy ze względu na wybór sieci

Rodzaj franchisingu	LICZBA MIESZKAŃCÓW							
	≤5		[5-50)		[50-150)		≥150	
	Liczebność	Udział [%]	Liczebność	Udział [%]	Liczebność	Udział [%]	Liczebność	Udział [%]
FBM (x_i)	5.00	12.50	1.00	2.50	12.00	30.00	22.00	55.00
FM (x_j)	1.00	2.50	1.00	2.50	6.00	15.00	32.00	80.00

Źródło: Małecka & Łuczka, 2018c, s.308, na podstawie badań własnych

Statystyczny udział przedsiębiorstw istniejących na rynku powyżej 10 lat w badanej próbie wyniósł 67.5%, a otrzymane p-value na poziomie 0.0774. Zatem można statystycznie stwierdzić, iż w wyniku przeprowadzonej analizy nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy, iż przeżywalność przedsiębiorstw franczyzowych rośnie z upływem lat działalności na rynku. Oznacza to, że małe i średnie przedsiębiorstwa w coraz większym stopniu wykorzystują koncept franchisingu, jako istotnego czynnika zmniejszający zagrożenie bankructwa (Małecka & Łuczka, 2018c, s.303-311).

Prezentowany w tabeli 2.7, prawie jedenastokrotny wzrost wartości faktoringu, podkreśla prowadzenie aktywnej polityki przedsiębiorstw w kwestii czynnego wykorzystywania kredytów handlowych (kupieckich) i podtrzymywaniu na tej drodze większej płynności finansowej (462% tempo wzrostu brendów franchisingowych oraz przyrost o 532.3% placówek oferujących usługę faktoringu) (patrz tabela 2.7).

Kolejną ofertą rynku pieniężnego jest leasing, w którym rzeczowe składniki majątku trwałego są oddane przedsiębiorstwu w korzystanie w zamian za okresowe opłaty. Forma jest zdecydowanie droższa niż kredyt, nie wymaga nabywania dóbr inwestycyjnych a możliwość korzystania z nich bez konieczności lub z opcją nabywania ich na własność. Opłata zazwyczaj naliczana jest z miesięczną częstotliwością za użytkowanie, w formie tzw. raty leasingowej. Wyróżnia się dwa rodzaje leasingu: (1) operacyjny – przypominający w charakterze umowę dzierżawy oraz (2) finansowy - o konstrukcji wykazującej podobieństwa do kredytu bankowego. Do najczęściej wymienianych korzyści leasingu, w literaturze przedmiotu należą: (1) bankowe, (2) ekonomiczne, (3) formalnościowe, (4) dostępność, (5) brak zabezpieczeń, (6)

pozabilansowy charakter finansowania (zobacz: Grzywacz, Jabłońska, 2013; Grzywacz, 2012; Raport BPS Consultants Poland). Leasing będący droższą alternatywą kredytu inwestycyjnego, coraz częściej wypierany jest przez wynajem długoterminowy (CFM), szczególnie w zakresie floty samochodowej, której wcześniej obowiązujący warunek konieczny w zakresie liczebności (min. 20), został dostosowany do potrzeb mikro i małych przedsiębiorstw (tabela 2.10).

Tabela 2.10 Porównanie cech leasingu i wynajmu długoterminowego w Polsce

CECHA		LEASING	WYNAJEM DŁUGOETRMINOWY
Kupno		Brak	Brak
Opłata za	wynajem	Tak	Tak
	serwis	Nie	Tak
	ubezpieczenie	Nie	Tak
Samochód zastępczy		Nie	Tak
Obniżenie kosztów uzyskania przychodu		Tak	Tak
Wpłata własna		Tak	Nie
Limit km		Nie	Tak
Wykup		Tak	Nie
Okres trwania		2-7	2-5

Źródło: opracowanie własnych na podstawie www.fmleasing.pl, dostęp z 06.03.2019

Warte uwagi są również krótkoterminowe instrumenty finansowe w zakresie trade finance, z których mikro, mali i średni przedsiębiorcy w Polsce nie korzystają w pełni. Ich zasadniczym celem jest minimalizacja ryzyka związanego z transformacją przedsiębiorstwa i możliwością jego bankructwa, politycznego, kursowego i walutowego, zmiany stopy procentowej, transgranicznego ryzyka prawnego, ekonomicznego, transportowego, a także siły wyższej, poprzez wspomaganie obsługi handlu zagranicznego (Zhang, Yu, Liu, 2018, s.328-240; Tunc, Solakoglu, Babuscu & Hazar, 2018, s.167, 152-155; Niepmann, Schmidt-Eisenlohr, 2017, s.111-126; Kaczmarek, Królak-Werwińska 2008, s.36-66). Dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, którym od lat towarzyszy zjawisko dyskryminacji kredytowej, może takie rozwiązanie stanowić determinantę skutecznego rozwoju i istnienia we współczesnej gospodarce (Łuczka, 2013; Galbraith, 1957, s.124-133; zobacz też: Małecka, 2016, s.91-122).

Instrumenty trade finance efektywnie wspierają rozwój i skuteczność wymiany międzynarodowej, do których mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce mają dostęp za pośrednictwem banków komercyjnych. Należą do nich:

(1) instrumenty pochodne - „opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward na stopę procentową oraz inne instrumenty pochodne, których produktem bazowym jest towar i które są wykonywane przez rozliczenia pieniężne jednej ze stron, odnoszące się do zmian

klimatycznych, stawek frachtowych, uprawnień do emisji oraz stawek inflacji lub innych oficjalnych danych statystycznych (Dz. U. nr 183, poz. 1358, s.2)

(2) akredytywy - bank otwierając akredytywę na zlecenie importera zobowiązuje się do zapłaty jej beneficjentowi (eksporterowi) określonej kwoty, o ile beneficjent spełni wszystkie warunki akredytywy, tj. w określonym czasie wyśle towar lub wykona usługę i przekaże do banku wymagane dokumenty handlowe zgodnie z warunkami akredytywy; zobowiązanie banku otwierającego akredytywę staje się wymagalne w terminie wynikającym z warunków akredytywy, po zaprezentowaniu przez beneficjenta dokumentów zgodnych z warunkami akredytywy (zobacz też: Hamed 2017, s.28)

(3) inkaso dokumentowe i finansowe - bank działający na zlecenie eksportera pośredniczy w wydaniu importerowi/kupującemu określonych dokumentów na warunkach zgodnych z instrukcją inkasową, czyli po dokonaniu zapłaty bądź zaakceptowaniu weksla; inkaso inicjuje eksporter po wysłaniu towaru, a decyzję o zapłacie podejmuje importer; ze względu na charakter dokumentów będących przedmiotem inkasa rozróżnia się inkaso finansowe (przedmiotem są dokumenty finansowe takie jak weksle i czeki) oraz inkaso dokumentowe (przedmiotem są dokumenty handlowe - faktura, dokumenty transportowe, certyfikaty - i ewentualnie dokumenty finansowe, np. weksel) (zobacz też: Niepmann, Schmidt-Eisenlohr, 2017, s.111-126)

(4) gwarancje bankowe – zobowiązanie banku do zapłaty podmiotowi uprawnionemu kwoty wskazanej w gwarancji, w przypadku gdy zleceniodawca, na którego zlecenie gwarancja została wystawiona, nie wywiąże się z zobowiązania (zobacz też: Niepmann, Schmidt-Eisenlohr, 2017a, s.111-126)

(5) forfaiting polega na wykupie przez bank wierzytelności eksportowych o odroczonych terminach zapłaty, zabezpieczonych akredytywą potwierdzoną przez bank lub wekslem własnym albo trasowanym, poręczonym przez bank, którego ryzyko jest zaakceptowane przez instytucję finansową; kwota wypłaconej wierzytelności pomniejszana jest o należne odsetki dyskontowe (zobacz: Adaskowa, 2014, s.278-288)" (Mioducka & Małecka, 2018b, s.69).

Z oferty trade finance mogą skorzystać zarówno klienci, którzy swoją ekspansję zagraniczną realizują od wielu lat, jak i przedsiębiorcy planujący otworzyć nowy biznes w przyszłości. Rynek pieniężny oferuje spektrum ofert w tym zakresie, wspieranych przez instytucje rządowe. Propozycje obejmują: (1) informacje ogólne, (2) narzędzia i zasoby mające pomóc klientom w rozwoju działalności za granicą, (3) pomoc w dostępie do nowych rynków zbytu, (4) znalezienia partnerów, (5) znalezienie kontrahentów, (6) organizację transportu i (7)

założenia działalności gospodarczej lub (8) filii zagranicznej (trade.gov.pl., dostęp z 11.12.2018 r.).

Wartość dodaną serwisów bankowych tworzą: (1) seminaria online, (2) praktyczne przykłady handlu prezentowane przez przedsiębiorców będących ekspertami w wielu dziedzinach handlu międzynarodowego, (3) wsparcie w zakresie rekrutacji za granicą, (4) pomoc w organizowaniu kampanii marketingowych, (5) aranżacje spotkań z potencjalnymi klientami (tzw. misje zagraniczne) (tabela 2.11).

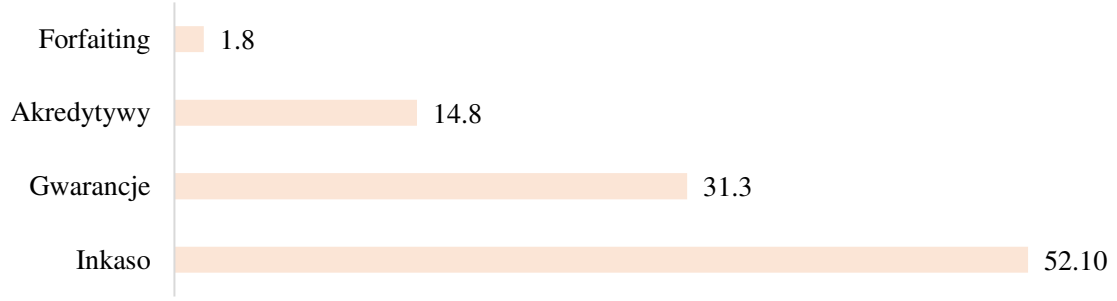
Tabela 2.11 Porównanie ofert serwisów bankowych dla eksporterów i importerów

	santandertrade.com	**wspieramyeksport.pl**	**trade.gov.pl**
Raporty branżowe	✓	✓	✓
Poszukiwanie kontrahentów	✓	✓	✓
Baza wiedzy	✓	✓	✓
Oferty i przetargi	✓	✓	✓
Promocja wśród klientów	✓	✓	✓
Marketing za granicą	✓*	Brak	✓
Umawianie spotkań z zagranicznymi kontrahentami	✓	✓	✓
Organizacja/udostępnianie biura za granicą	✓*	Brak	Brak
Obsługa prawno-księgowa	✓*	✓*	✓*
Organizacja wiz	✓*	Brak	✓*
Rekrutacja	✓*	Brak	✓*
Webinaria	✓	✓	✓
Organizacja misji zagranicznych/targów	✓	✓	✓

(*usługi płatne)
Źródło: Mioducka & Małecka, 2018b, s.71

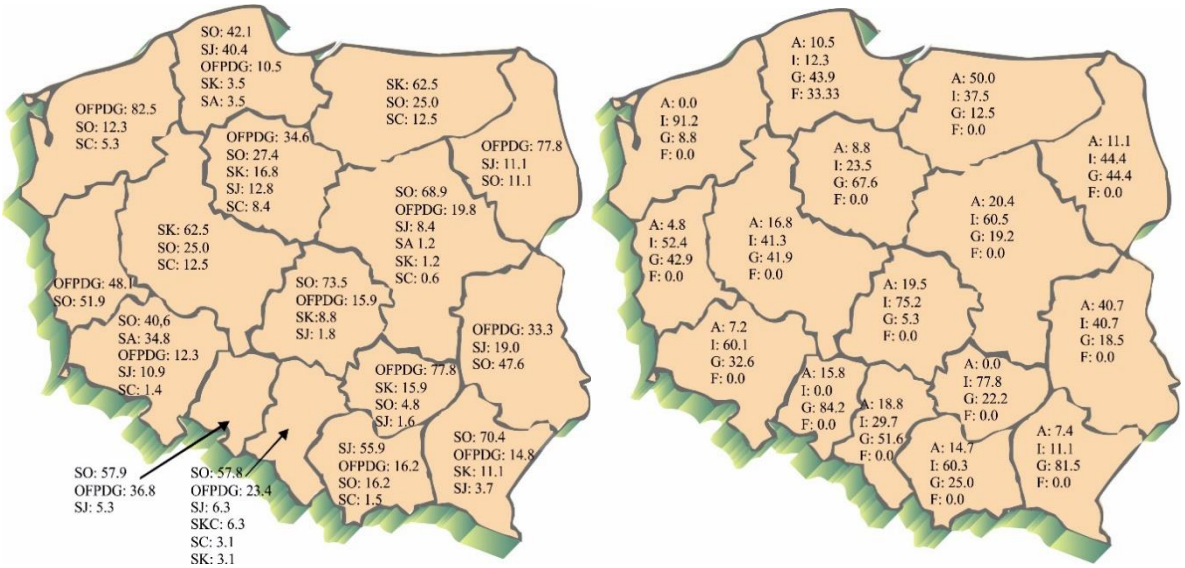
Celem portali internetowych jest dostarczanie kompleksowej wiedzy oraz narzędzi mających wspierać internacjonalizację. Oprócz pomocy w znalezieniu kontrahentów, agregowaniu informacji o ofertach i przetargach, jedną z ważniejszych funkcji jest edukacja przedsiębiorców w zakresie zarządzania ryzykiem i możliwościami jego ograniczenia (Mioducka & Małecka, 2018b).

Wyniki badań własnych przeprowadzonych w 2017 roku wykazały, iż spośród portfela 300 tys. przedsiębiorstw, jednego z banków komercyjnych w Polsce, zaledwie 306 MSP (0.10%) dokonało 1078 transakcji, przy pomocy instrumentów trade finanse (wykres 2.5), przy czym najczęściej z rozwiązań tych korzystały przedsiębiorstwa o tożsamości prawnej (1) spółek z ograniczoną odpowiedzialnością (38%), (2) osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą (OFPDG) (26.4%) i kolejno: (3) spółki jawne (10.4%), (4) komandytowe i komandytowo-akcyjne (6.1%), (5) akcyjne (4.3%) i (6) spółki cywilne (2.4%).



Wykres 2.5 Struktura produktów bankowych wykorzystywanych przez MSP redukujących ryzyko w handlu międzynarodowym w Polsce w 2017 roku [w %]
Źródło: Mioducka & Małecka, 2018b, s.73

Analiza regionalna wyselekcjonowanych danych wykazała, iż nie we wszystkich regionach Polski instrumenty te wykorzystywane były przez istniejące, zarejestrowane tożsamości prawne, mimo, iż aktywność w stosowaniu narzędzi - w pełnej, oferowanej przez banki gamie produktowej - wykazują wszystkie województwa Polski (rysunek 2.4).



Rysunek 2.4 Struktura produktów bankowych stosowanych przez MSP pozwalających redukować ryzyko według formy prawnej aktywności gospodarczej i wykorzystywania produktów [w %]
Źródło: Mioducka & Małecka, 2018a; Mioducka & Małecka, 2018b, s.73 i 74

W celu sprawdzenia, czy istnieje zależność pomiędzy lokalizacją (regionem) a wykorzystywaniem instrumentów trade finanse, sprawdzono korelację pomiędzy wysokością wytworzonego PKB a wykorzystywaniem przez MSP produktów redukujących ryzyko, typu trade finance, stosując test Pearsona $\chi 2$. Stworzono tabele kontyngencji, na podstawie których zostały wyliczone wartość pi-value w relacji z województwami, które osiągnęły ekstrema wartości po każdej stronie przedziału zarejestrowanego PKB w aspekcie regionalnym. (max.: mazowieckie i śląskie oraz min.: opolskie i podlaskie) (tabela 2.12 i 2.13).

Tabela 2.12 Tabela kontyngencji dla maksimum PKB w regionach w 2017 roku

	WOJEWÓDZTWO		PRODUKTY TRADE FINANCE		
			Inkaso	Gwarancje	Akredytywy
1a	Mazowieckie (n_{1a})	wartość	98	120	27
		udział	28.7%	35.1%	7.9%
	Śląskie ($n_{1a'}$)	wartość	30	58	9
		udział	8.8%	17.0%	2.6%

*forfaiting w badanym okresie miał wartość 0.00
Źródło: Mioducka & Małecka, 2019

Tabela 2.13 Tabela kontyngencji dla minimum PKB w regionach w 2017 roku

	WOJEWÓDZTWO		PRODUKTY TRADE FINANCE		
			Inkaso	Gwarancje	Akredytywy
1b	Opolskie (n_{1b})	wartość	0	9	1
		udział	0.0%	40.9%	4.5%
	Podlaskie ($n_{1b'}$)	wartość	7	5	0
		udział	31.8%	22.7%	0.0%

*forfaiting w badanym okresie miał wartość 0.00
Źródło: Mioducka & Małecka, 2019

Założony poziom istotności α=0.05, wykazał wartość $\chi 2$ odpowiednio: 1a= 3.28980874; 1b=9.03571429. Testowane dwie możliwości występowania statystycznych zależności pomiędzy wykorzystywaniem instrumentów trade finance a poziomem wytwarzanego PKB w aspekcie regionalnym, poprzez weryfikację uwzględniającą ranking udziału wytwarzania wartości makroekonomicznej dowiódł, iż nie ma podstaw do odrzucenia postawionej w przeprowadzonym baniu hipotezy, w zakresie niezależności pomiędzy poziomem PKB w województwie a wpływem na wykorzystywanie w nim instrumentów trade finance w ekstremach badanego zbioru (Mioducka & Malecka, 2019).

Kolejnym instrumentem finansowym, posiadającym cechy kapitału własnego i obcego, łączącego tradycyjne formy finansowania obcego z prawami pochodnymi (tzw. długu o podwyższonym ryzyku, najczęściej w postaci pożyczki, obligacji lub akcji uprzywilejowanych jest finansowanie hybrydowe, tzw. mezzaninie[25] - instrument finansowania zewnętrznego, zazwyczaj z zabezpieczeniem w postaci aktywów przedsiębiorstwa, zastawu (na akcjach lub udziałach) lub hipoteki, posiadającym cechy zarówno długu jak i kapitału własnego (tabela 2.14).

[25] Nazwa „mezzaninie" wywodzi się z języka francuskiego (fr. półpiętro), jest instrumentem finansowy powstały w latach 80-tych w Ameryce Pn.

Tabela 2.14 Porównanie najważniejszych cech kapitału dłużnego, własnego i typu mezzaninie

ANALIZOWANA CECHA		DŁUG	MEZZANINIE	KAPITAŁ WŁASNY
Perspektywa	ekonomiczna	kapitał dłużny	kapitał własny	kapitał własny
	prawna	kapitał dłużny	kapitał dłużny	kapitał własny
Podatki - odsetki		możliwe do odliczenia	możliwe do odliczenia	opodatkowane
Zaangażowanie inwestora w zarządzanie		brak	brak	prawo głosu
Okres zaangażowania [lata]		określony [3-5]	określony [5-8]	brak
Zabezpieczenie		tak	nie	nie
Cel		ściśle określony w umowie	brak	brak
Faza rozowju przedsiębiorstwa		wzrostowa, ekspansji, dojrzałości	wzrostowa, ekspansji, dojrzałości i zmian w strukturze własności	rozwoju (również seed i start-up - w postaci kapitału wysokiego ryzyka i private equity), dojrzałości (emisja akcji)

Źródło: Enz, Kraenzlin & Ravara, 2006, s.8-12

Obligacje zamienne, dające możliwość zamiany na z góry ustaloną ilość akcji w określonym czasie, stanowią jeden z często wykorzystywanych rozwiązań typu hybrydowego. Zamiana obligacji, stanowiących pakiet dłużny na akcje, mające charakter udziałowy, powinna przynieść inwestorowi spodziewany zysk. Zazwyczaj istnieje zastrzeżenie co do wartości akcji i możliwości spadku ich wartości przy jednoczesnym braku obligacji do wymiany (zobacz też: Bielawska, 2011; Bielawska 2009; Brealey & Myers, 2003, s.392). Jedną z możliwych konsekwencji takiej sytuacji jest zjawisko „rozmycia kapitału", które często stosowane jest przez przedsiębiorstwa, o wysokim kapitale wzrostowym, mające duże zapotrzebowanie na kapitał i niechcące zaciągać długów, co wpłynęłoby na ich wartość rynkową (Bielawska, 2009; Dutordoir & Gucht, 2006, s.2; Duliniec 2001). Kapitał mezzanini stanowi rozwiązanie pośrednie, pomiędzy finansowaniem dłużnym a kapitałowym. Powierzający kapitał zgadzają się na wysokie ryzyko w zamian za określone zyski, zazwyczaj na poziomie niższym niż fundusze private equity.

2.2 Fundusze private equity jako alternatywne źródła finansowania

Ze względu na problematykę dysertacji, ważnym jest uwzględnienie rynków, z których finasowanie pochodzi. Opisane bowiem we wcześniejszych rozdziałach możliwości pozyskania kapitału na rozwój, stanowią własność właścicieli, pochodzą z rynku pieniężnego lub mogą być pozyskane za pośrednictwem giełdy. Rozważając zagadnienia ze względu na kryteria podziału kapitału w przedsiębiorstwie, uwzględniające

(1) źródło pochodzenia (wewnętrzne, zewnętrzne)

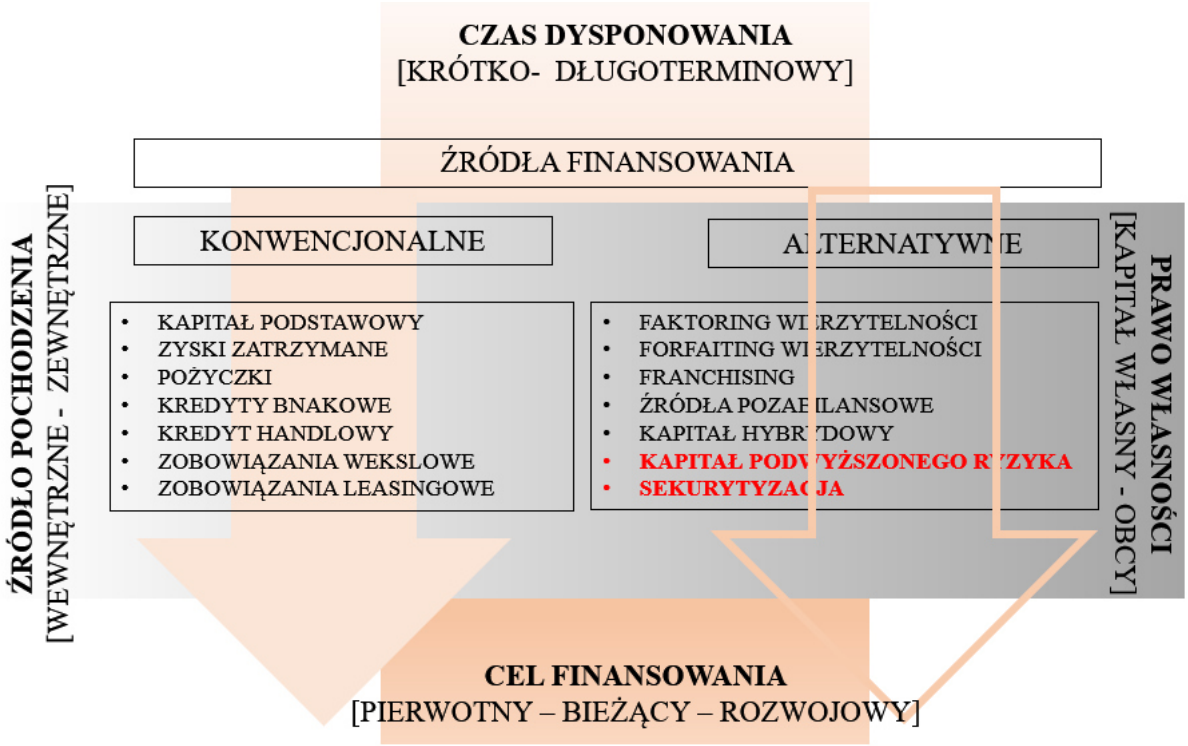
(2) prawo własności (kapitał własny i kapitał obcy)

(3) czas dysponowania (krótkoterminowy i długoterminowy)

(4) cel finansowania (pierwotny, bieżący, przeznaczony na rozwój)

(5) źródło finansowania (konwencjonalne - klasyczne i niekonwencjonalne - alternatywne)

oraz ich część wspólną i wzajemne obszary wpływów (rysunek 2.5), szczególnego znaczenia nabiera tak zwany kapitał podwyższonego ryzyka.

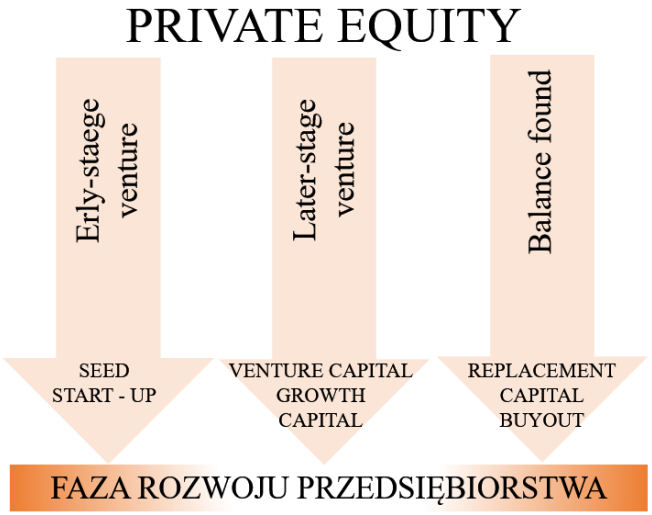


Rysunek 2.5 Konwencjonalne i alternatywne źródła finansowania przedsiębiorstw
Źródło: opracowanie własne na podstawie przywołanej literatury przedmiotu

Kapitał podwyższonego ryzyka, a także sekurytyzacja stanowią finansowanie zewnętrzne (kryterium pochodzenia), obce (kryterium własności), długoterminowe (kryterium czasu) o ściśle określonym przeznaczeniu (kryterium celu) i należą do alternatywnych źródeł

finansowania przedsiębiorczości (zobacz, Bielawska, 2008, s.16-19; Bielawska & Pawłowski, 2008, s.53-62).

Fundusze private equity finansują działalność przedsiębiorstw prywatnych, które nie są notowane na rynku publicznym (giełdzie) i napotykają na ograniczone możliwości pozyskania kapitału na rozwój z rynku pieniężnego (np. kredytu bankowego). Swoją ofertę uzależniają nie tyle od wielkości przedsiębiorstwa co od jego wieku, dostosowując formy i struktury poszczególnych instrumentów (tzw. *early-stage funds, later stage venture founds i balanced founds*) (rysunek 2.6).



Rysunek 2.6 Finansowanie private equity według fazy rozwoju przedsiębiorstwa
Źródło: opracowanie własne na podstawie przywołanej literatury przedmiotu

Konstrukcja produktów (brak odsetek, prowizji, zabezpieczeń czy zastawu), przyczyniają się do rozwoju ekonomicznego i wzrostów gospodarczych całych regionów świata. Wartym podkreślenia jest, iż fundusze dostarczając zaplecza finansowego na rozwój innych przedsiębiorstw, jednocześnie same kreują nowe miejsca pracy i stanowią istotną kuźnię innowacji, należąc często - w aspektach krajowej rejestracji działalności gospodarczej - do grona małych lub średnich przedsiębiorstw.

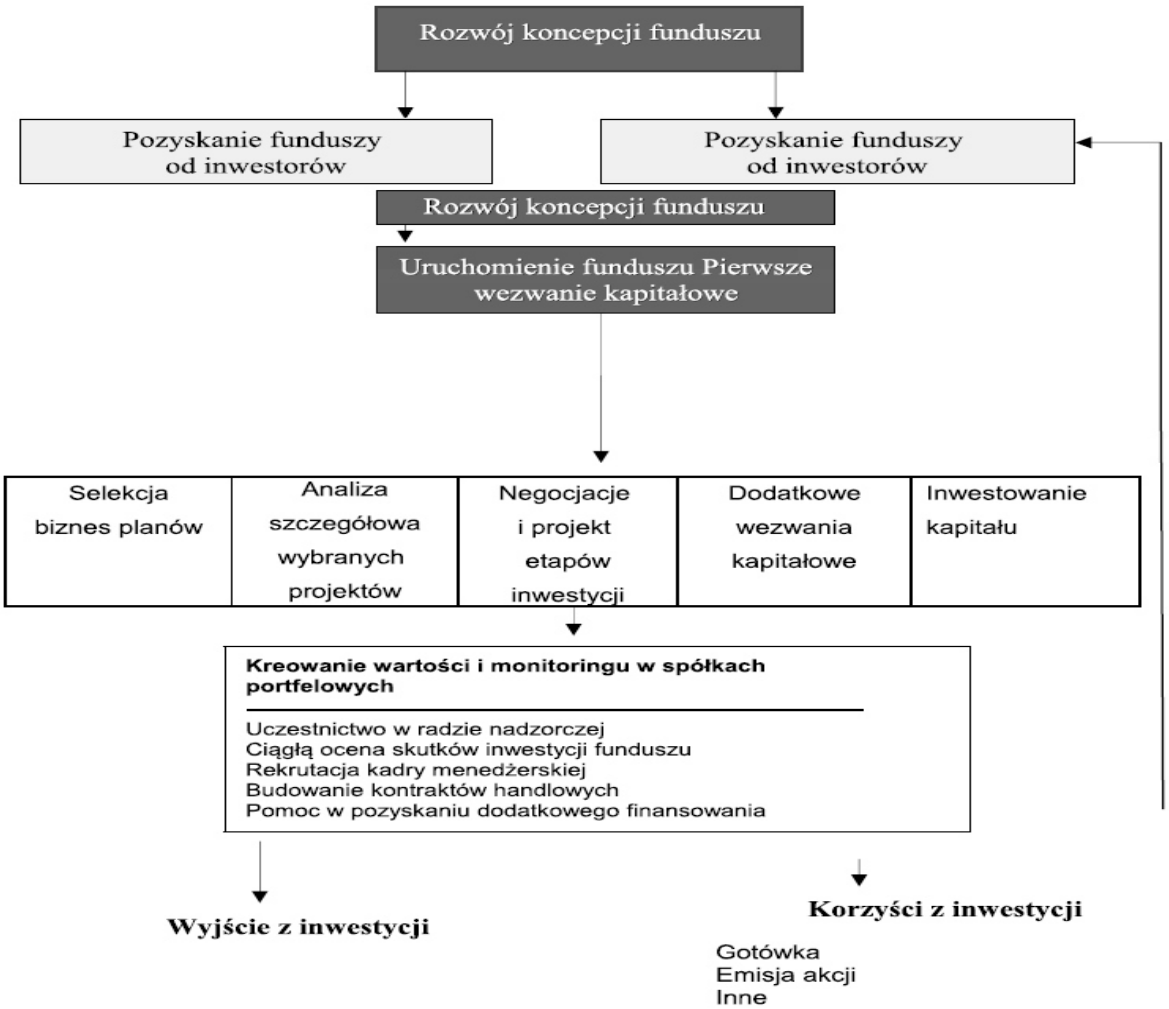
Mimo, iż private equity posiada kilka możliwych form finansowania, kapitał pozyskany za jego pośrednictwem często nazywany jest kapitałem podwyższonego ryzyka. Nazwa – jak już wspomniano wcześniej - nawiązuje tym samym do tłumaczenia sformułowania venture capital rozumianego jako forma inwestowania w projekty o wysokim ryzyku i jednocześnie możliwościach zainkasowania wysokiego zysku, przy założeniu osiągnięcia sukcesu w biznesie. Cykl działalności funduszy składa się zazwyczaj z czterech etapów:

(1) równorzędnego działania względem namierzania interesujących możliwości inwestowania i uruchamiania pozyskanego od inwestorów kapitału

(2) rozpoczęcia działalności funduszu, na etapie którego dokonuje się wyboru celu inwestycyjnego poprzez analizę biznesplanów, pomiaru próby inwestycyjnej, podjęcia działań negocjacyjnych i zebrania wszystkich informacji będących w obrębie zainteresowania inwestorów

(3) budowaniu portfela inwestycyjnego składającego się z wartości poszczególnych spółek portfelowych - określenie relacji pomiędzy ryzykiem a stopą zwrotu, polegające na minimalizacji miary ryzyka (tzw. wariancji) przy zakładanej stopie zwrotu lub maksymalizowanie wartości refundacji (stopie zwrotu) przy danej wartości ryzyka (wariancji) (zobacz: Markowitz, 1952, s.77-91)

(4) etapie „wyjścia z inwestycji" – zazwyczaj po 5-7 latach w formie wprowadzenia przedsiębiorstw na giełdę, odsprzedaży, fuzji, dekapitalizację, sprzedaż aktywów non-core, a w przyszłości secoundary buy-out (rysunek 2.7) (zobacz: Sobańska-Helman & Sieradzan, 2013; Fałat-Kiliańska, 2014; Zasępa, 2013; Panfil, 2005, s.85).



Rysunek 2.7 Cykl życia funduszy private equity / venture capital

Źródło: Panfil, 2005, s.85, za Grzywacz & Jabłońska, 2013, s. 37

Znacząco rozwiązania private equity odróżnia od typowych rozwiązań rynku pieniężnego sposób zakończenia współpracy (tzw. wyjście z inwestycji) bowiem nie jest ono wyznaczone przez konkretną datę, a stadium, w którym inwestycja przynosi określony efekt ekonomiczny (zyski). Fundusze private equity działają poprzez wprowadzenie elementu synergii, dostarczając rozwiązań nieudostępnianych przez bank swoim kontrahentom. Dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, to wartość dodana, choćby w postaci know-how, dostępie do specjalistów w dziedzinie marketingu czy wsparcia administracyjno-prawnego, mogące stanowić czynniki decydujące o odniesieniu sukcesu w biznesie - szczególnie dla przedsiębiorstw będących w pierwszej fazie rozwoju. Do najważniejszych wartości dodanych korzystania z finansowania private equity należą:

(1) zmniejszenie ryzyka finansowego

(2) minimalizacja kosztów pozyskania kapitału (brak odsetek)

(3) wsparcie w zarządzaniu (prawne, marketingowe, itp.)

(4) dodatni wpływ na bilans przedsiębiorstwa (poprawa płynności finansowej)

(5) orientacja na długoterminowy wzrost wartości przedsiębiorstwa

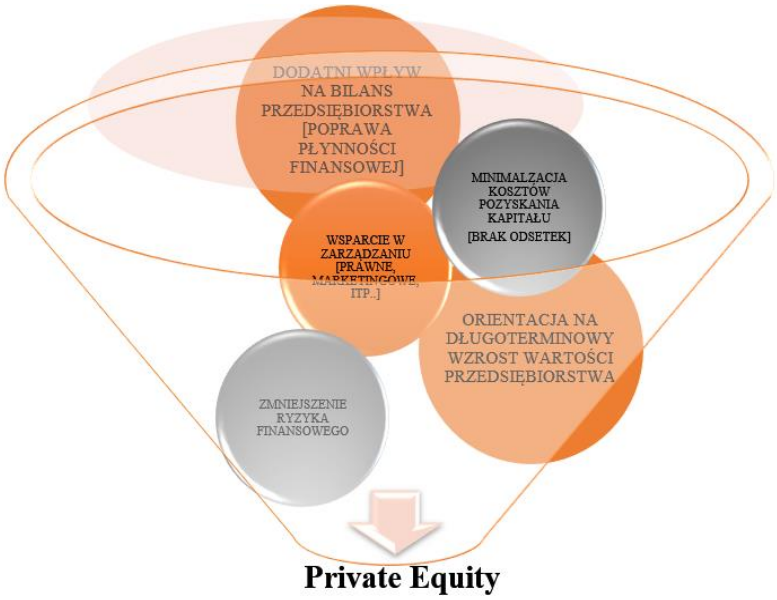
(6) współtworzenie strategii przedsiębiorstwa

(7) korzystanie z know-how, know-who, know-what i know-where kooperantów funduszu

(8) partnerstwo relacji

(9) skuteczne finansowanie inwestycji wysokiego ryzyka

(10) obiektywizm oceny działalności przedsiębiorstwa (rysunek 2.8).



Rysunek 2.8 Wybrane cechy funduszy private equity /venture capital

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań

Inwestorzy reprezentujący rynek private equity, „rozpoczynając działalność w regionie Europy Środkowej i Wschodniej, początkowo działali w całym regionie CEE [26], jako jednorodnej grupie nowych członków UE. Stopniowo wyłonili się zdecydowani liderzy: Polska, Czechy i kraje bałtyckie. Początek historii funduszy private equity zarówno w Polsce jak i całym regionie CEE, implikują zmiany ustrojów politycznych i wiążące się z tym przekształcenia wynikające z postkomunistycznej historii (zobacz: Małecka & Łuczka 2016a, s.418-431; Dumitrescu, 2015, s.186-197; Myshlyayev, 2013, s.253-258). Dopiero po 1990 roku kraje CEE rozpoczęły działalność na zasadach rynkowych, otwierając swoje granice dla zagranicznych inwestorów. Wszystkie działania z tym związane stanowią procesy, z których jedne zostały wdrożone szybciej inne wolniej, a których efekty były widoczne niekiedy od razu, a czasami dopiero po kilkunastu latach. Unifikacja prawa czy bezpośrednia, o coraz szerszym zasięgu współpraca z krajami z Europy Zachodniej, będąca konsekwencją integracji z UE, pozwoliły krajom z regionu CEE na coraz intensywniejszy i szybszy rozwój infrastruktur, wdrażanie innowacji, co w konsekwencji zwiększyło ich atrakcyjność dla inwestorów private equity (zobacz: Małecka & Łuczka, 2016a, s.418-431; Tamowicz, 2004; Gompers & Lerner, 2001, s.145-169; Metric & Yauda, 2001, s.619-654).

Fundusze private equity inwestują w Polsce głównie ze względu na cztery czynniki: (1) jest ona największą gospodarką w tym regionie, (2) powszechnie funkcjonuje w niej nowoczesny system bankowy, (3) prowadzona jest działalność instytucji wspierających przedsiębiorczość oraz (4) istnieje rozwinięty rynek kapitałowy reprezentowany przez Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) (zobacz: Małecka 2017a, s.34-43; Małecka & Łuczka, 2016b, s.669-684; za: EVCA, 2015; zobacz też: Berstein, 2007; Wiatrak, 2003).

Polska, będąc krajem o największej powierzchni w regionie CEE: (1) wytwarza ponad 1/3 PKB CEE i (2) zamieszkuje ją prawie 1/3 ludności regionu. Europę coraz częściej nurtują kwestie uchodźców i imigrantów, których zagadnienie dotyczy również Polski, gdzie osoby te czasowo lub na stałe zamieszkują, dlatego czynnik liczby zamieszkałych osób ma wysoce fluktuacyjny charakter i decydująco wpływa na wskaźniki ekonomiczne poszczególnych krajów Europy. Nie zmienia to jednak oceny funduszy private equity, dla których wartość

[26] Do krajów Europy Środkowej i Wschodniej zalicza się: Bośnię i Hercegowinę, Bułgarię, Chorwację, Czarnogórę, Czechy, Estonię, Litwę, Łotwę, Macedonię, Mołdawię, Polskę, Rumunię, Serbię, Słowację, Słowenię i Węgry. 17 krajów, z których 11 należy do UE. Ludność całego regionu w 2013 roku wynosiła 170 mln osób, a łączne PKB krajów CEE 1 086 mld EUR (607 mld EUR w 2004). Jakość i stopa życia w tych krajach ciągle rośnie, szczególnie po przystąpieniu do Unii Europejskiej, jednak nadal pozostaje na poziomie niższym niż średnia UE i o wiele niższym niż w krajach wiodących z Zachodniej Europy.

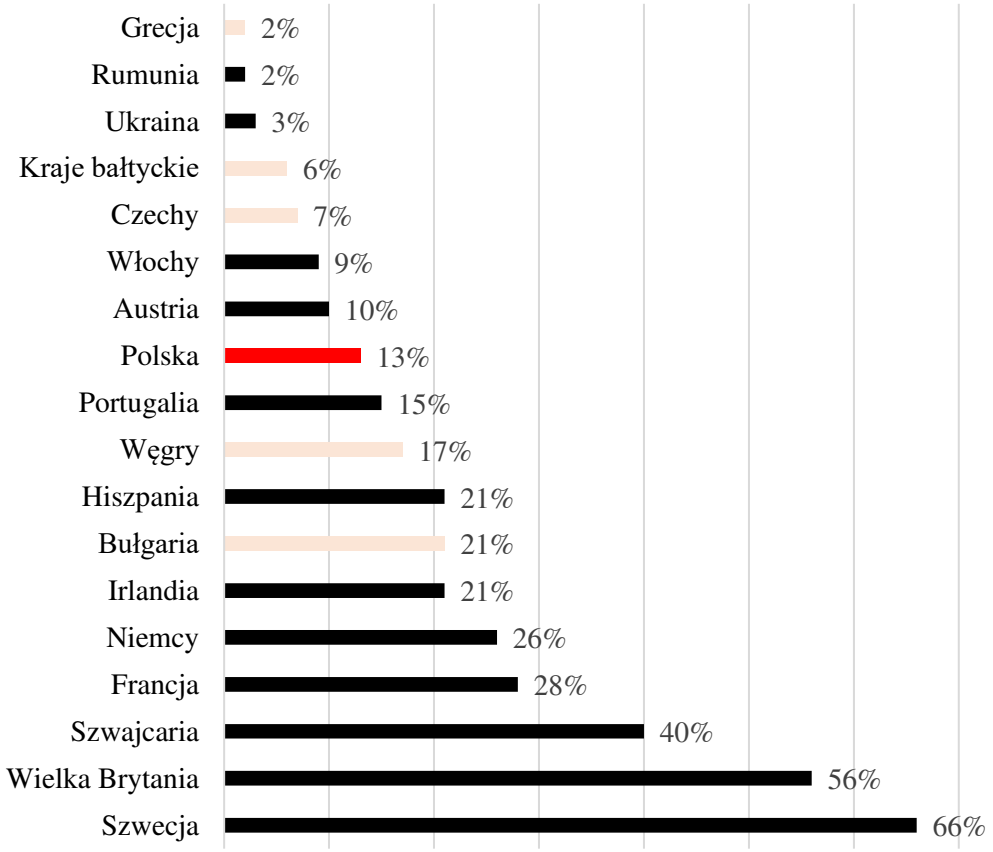
inwestycji w relacji z PKB, w krajach CEE, w których fundusze private equity odznaczają się najwyższą aktywnością (Polska, Czechy jak i kraje bałtyckie), nie zbliżają się nawet do wartości osiąganych przez Szwecję, czy kraje Europy Zachodniej (Wielkiej Brytanii, Francji) (wykres 2.6) (Małecka & Łuczka, 2017a, s.69-85; EVCA, 2015).

Badania własne, opublikowane w 2016 r, wykazały, iż udział Polski na tle krajów CEE jest wyższy szczególnie w dwóch stosowanych rozwiązaniach: growth capital i venture capital (tabela 2.15).

Tabela 2.15 Struktura wykorzystywania instrumentów private equity w CEE [w%]

ROZWIĄZANIE PRIVATE EQUITY	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014	
	CEE	PL	CEE	PL	CEE	PL	CEE	PL	CEE	PL	CEE	PL	CEE	PL	CEE	PL
Venture capital	8.6	9.0	11.8	7.9	15.7	0.4	8.7	0.5	8.2	3.9	8.7	1.9	9.4	4.1	8.7	8.8
Growth capital	6.2	23.1	12.6	3.5	21.2	23.3	15.0	17.4	11.5	24.0	10.9	22.0	9.8	39.6	13.4	26.1
Buyout	81.8	65.0	72.0	88.6	52.1	74.1	70.9	79.1	77.0	71.8	76.5	70.0	77.0	54.1	75.4	64.3
Rescue/Turnaround	0.7	0.3	0.6	0.0	2.9	2.2	1.2	0.5	1.0	0.3	0.9	0.7	0.9	0.0	0.5	0.0
Replacement capital	2.7	2.6	3.0	0.0	8.1	0.0	4.2	2.5	2.3	0.0	3.0	5.4	2.9	2.2	2.0	0.8
Ogółem	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Źródło: Małecka & Łuczka, 2017a, s.79



Wykres 2.6 Wartości inwestycji private equity w stosunku do PKB w wybranych krajach
Źródło: Małecka & Łuczka, 2017a, s.77

Wydawać by się zatem mogło, iż wynik Polski na tle regionu geograficznego, jest znaczący, jednakże nawet wynik całego regionu CEE nie jest porównywalny z wartościami poszczególnych krajów z Europy Zachodniej, takimi jak Niemcy, Wielka Brytania, Hiszpania czy Skandynawia (odpowiednio: 0.9%; 8.4%; 10.2%; 6.8%; 8.4%) (EVCA, 2015).

Zgodnie z danymi KPMG[27], w zakresie analizowanych przez nie 21 funduszy private equity, większość z nich rozpoczęła swoją działalność w Polsce jeszcze przed jej przystąpieniem do Unii Europejskiej. Do branż, w których najchętniej działają należą: (1) IT, media i komunikacja, następnie (2) przemysł, (3) sektor medyczny i (4) handel detaliczny, z których mediana zwrotu z inwestycji wykazała w analizowanym okresie 2.78-krotny wzrost. Zadeklarowany przez badane fundusze średni poziom wyceny spółek w Polsce był wyższy niż w krajach Europy Zachodniej (63%). Blisko jedna trzecia deklaruje wyceny na takim samym poziomie jak w Europie Zachodniej. Na wyższym poziomie zostały również wycenione potencjalne zwroty z inwestycji. Średni zwrot cash-on-cash z inwestycji przeprowadzonych w latach 2004-2013 w Polsce lub regionie Europy Środkowej i Wschodniej, w 29% przypadków okazał się większy niż trzykrotny, a 71% badanych funduszy zadeklarowało średni zwrot z inwestycji jako dwu- lub trzykrotny. Niższy zwrot nie został zadeklarowany przez żaden z funduszy (KPMG, 2014.s.30)" (Małecka & Łuczka, 2017a).

Analizując najbardziej prawdopodobne sposoby wyjścia z inwestycji funduszu, przewiduje się przede wszystkim: (1) sprzedaż do gracza strategicznego, (2) sprzedaż do funduszu, (3) IPO, (4) wykup przez drugiego udziałowca w tej samej spółce. W przypadku sprzedaży do gracza strategicznego pozyskanie następuje najczęściej poza krajem, 85% ankietowanych zadeklarowało, iż najczęściej jest to podmiot europejski nawet spoza regionu CEE. Rozwój GPW w Warszawie oraz coraz bardziej stabilna pozycja, jaką odgrywa wśród rynków konkurencyjnych może wskazywać kierunki rozwoju i zwiększenia możliwości wyboru pierwszej ofert publicznej, jako formy wyjścia z inwestycji (KPMG, 2014, s.30).

Badane przez KPMG fundusze oceniły i wskazały zmiany, które nastąpią w przyszłości odnośnie oceny atrakcyjności sektorów inwestycyjnych. Branżami, będącymi najbardziej perspektywicznymi w opinii badanych funduszy są: (1) dobra konsumpcyjne, (2) sektor medyczny – medycyna i farmacja, (3) usługi dla biznesu, (4) technologia i media oraz (5) produkcja przemysłowa, (6) usługi finansowe, (7) energetyka, (8) budownictwo (obecny udział

[27] KPMG Sp. z o.o. jest polską spółką z ograniczoną odpowiedzialnością i członkiem sieci KPMG składającej się z niezależnych spółek członkowskich stowarzyszonych z KPMG International Cooperative („KPMG International"), podmiotem prawa szwajcarskiego.

zainteresowania funduszy private equity w badanym okresie odpowiednio: 2%; 13%; 6%; 19%; 18%; 4%; 1%). Prognozy przewidują zatem zdecydowane zmiany w dotychczasowych udziałach sektorów branżowych portfeli inwestycyjnych funduszy private equity w Polsce (KPMG, 2014).

Ze względu na specyfikę branży firm poszukujących możliwości współpracy na zasadzie private equity zaznaczyć należy, iż fundusze występują w różnych formach i strukturach prawnych oraz niekoniecznie są rejestrowane w krajach, w których dany fundusz istnieje. Głównego powodu stasowania takiej praktyki gospodarczej należy upatrywać we względach podatkowych i regulacjach administracyjno-prawnych. Bywa, iż fundusze tworzone są w ramach tych samych konsorcjów, z przeznaczeniem na konkretny rynek (np. dedykowane tylko na rynek polski). Wybór i weryfikacja źródła potencjalnego finansowania zawsze pozostają po stronie właścicieli przedsiębiorstw. Fundusze private equity/venture capital tworzone są jednakże najczęściej przez fundusze emerytalne, banki, towarzystwa ubezpieczeniowe a także duże korporacje – podmioty posiadające osobowość prawną, których pozycja rynkowa jest ugruntowana i znana, a dysponowanie dużymi zasobami kapitału zagwarantowane (np. oszczędności emerytalne, składki ubezpieczeniowe, lokaty, które zagospodarowane w postaci venture capital mogą uzyskać atrakcyjny zysk). Dobór inwestorów tworzących fundusz nie wpływa na sposób jego funkcjonowania, jednakże same fundusze wykazują w swych postępowaniach pewne preferencje do kooperowania z określoną grupą kontrahentów (np. banki są w głównej mierze zorientowane na współpracę z dojrzałymi przedsiębiorstwami). Przyjmuje się, zgodnie z badaniami P. Tamowicz, iż w Europie głównie: (1) fundusze emerytalne, (2) towarzystwa ubezpieczeniowe, (3) duże korporacje i (4) banki, stanowią dwie trzecie podmiotów odpowiedzialnych za zadysponowanie kapitału do funduszy. Oznacza to, iż Polska, w której przede wszystkim dominują w tej dziedzinie instytucje zagraniczne, wśród których prym wiodą banki, znajduje się w tym zakresie na dobrej drodze rozwoju (Tamowicz, 2004).

Fundusze najchętniej kooperują z przedsiębiorcami, które spełniają przede wszystkim cztery podstawowe uwarunkowania, rokujące przedsięwzięciu sukces, w których jednocześnie elementy zagrożenia i występowania dodatkowych ryzyk mogą zostać zminimalizowane:

(1) profesjonalny, współpracujący zespół realizujący projekt

(2) przewagę konkurencyjną wyrażającą się przede wszystkim w innowacyjności projektu w danej dziedzinie

(3) oferowaną stopę zwrotu współmierną do czasu trwania inwestycji i ryzyka

(4) zapewnieniu funduszowi możliwość wyjścia z inwestycji po upływie okresu określonego kontraktem (zobacz: Małecka & Łuczka, 2016b; s.669-884; Tamowicz, 2004).

Pierwszy z czynników ma zdecydowanie miękki charakter, gdyż ocenie podlega nie tylko wykształcenie zespołów pracowniczych, ich doświadczenie w prowadzeniu projektów czy firm, ale również cechy charakteru lidera zespołu. Oceniana jest silna osobowość, kompetencje menadżerskie, ukierunkowanie na sukces i uczciwość biznesowa. Najważniejszymi elementami zapewniającymi zainteresowanie funduszy jest element indywidualności rynkowej, który zagwarantuje przewagę nad konkurencją lub będzie stwarzał bariery dla jej pojawienia się. Będzie miał jasno określoną grupę docelową i sprecyzowane potrzeby, na które chce odpowiedzieć oraz aby projekt był osadzony na rynku wzrostowym o wystarczająco dużych rozmiarach, które nie podlegają nadmiernej ingerencji regulacyjnej państwa.

Utrata kontroli nad firmą i brak ładu korporacyjnego wewnątrz większości mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, stanowią jedną z ważniejszych determinant inwestowania private equity/venture capital w projekty przedsiębiorstw, co często podkreśla się w raportach prywatnych instytucji rynku kapitałowego (np. Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych). Przedsiębiorca bowiem w tym sektorze to – w ocenie M. Zagórskiego - w większości przypadków „przedsiębiorca-założyciel, który stworzył firmę od podstaw, szuka kapitału, aby ją dalej rozwijać, bo chce „coś" zostawić dla swoich dzieci i wnuków. (…) Z takim partnerem nie ma możliwości zrobienia interesu bowiem on nie traktuje firmy jako towaru, jako inwestycji. Jest to człowiek, na ogół bardzo zdolny, pomysłowy i oddany pracy, który robi w firmie praktycznie wszystko i co za tym idzie wie o tej firmie wszystko. I oprócz niego - nikt o firmie nic nie wie. To niestety jest sytuacja bardzo niedobra. (…) Jeśli jemu się coś stanie to firmy praktycznie nie ma i pieniędzy zainwestowanych przez fundusz w taką firmę też nie ma! … Przy tych sprawach personalnych warto podkreślić, że warunkiem inwestycji jest nie tylko świetny pomysł, ale i kompletny zespół zarządzający także na średnim szczeblu" (M. Zagórski, za: Tamowicz, 2004, s.18). Kryteria selekcji projektów inwestycyjnych, autorstwa D. Klonowskiego, którymi kierują się fundusze private equity potwierdzają tą zależność (tabela 2.16).

Tabela 2.16 Kryteria selekcji funduszy private equity

KRYTERIA SELEKCJI	MIEJSCE W RANKING		KRYTERIA SELEKCJI	KRYTERIA SELEKCJI	MIEJSCE W RANKINGU		KRYTERIA SELEKCJI
Potencjał kierowniczy przedsiębiorcy	1	8	Skala wartości dodanej produktów/usług	Skala i możliwość dalszych rund finansowania	15	22	Możliwość wpływania na działalność
Wcześniejsze doświadczenia	2	9	Sezonowość rynku	Możliwość utrzymania pozycji rynkowej	16	23	Czas do uzyskania progu rentowności
Wielkość i wzrost rynku	3	10	Zakres ochrony inwestora	Konkurenci do dokonania transakcji	17	24	Możliwość zbudowania konsorcjum
Kompletność zespołu zarządzającego	4	11	Możliwość wycofania się z inwestycji	Łatwość wejścia na rynek	18	25	Faza rozwoju przedsiębiorstwa
Przewidywana stopa zwrotu	5	12	Stopień konsolidacji rynku	Charakter i natężenie konkurencji	19	26	Spełnienie warunków wewnętrznych funduszu
Doświadczenie w branży	6	13	Udział w rynku	Możliwość wyprowadzenia gotówki	20	27	Kondycja polskiej gospodarki
Wycena przedsiębiorstwa	7	14	Dostępność przejrzystego biznesplanu	Dostępność sieci dostawców i dystrybutorów	21		

Źródło: Klonowski, 2003, s.86; za Tamowicz , 2004 s.19

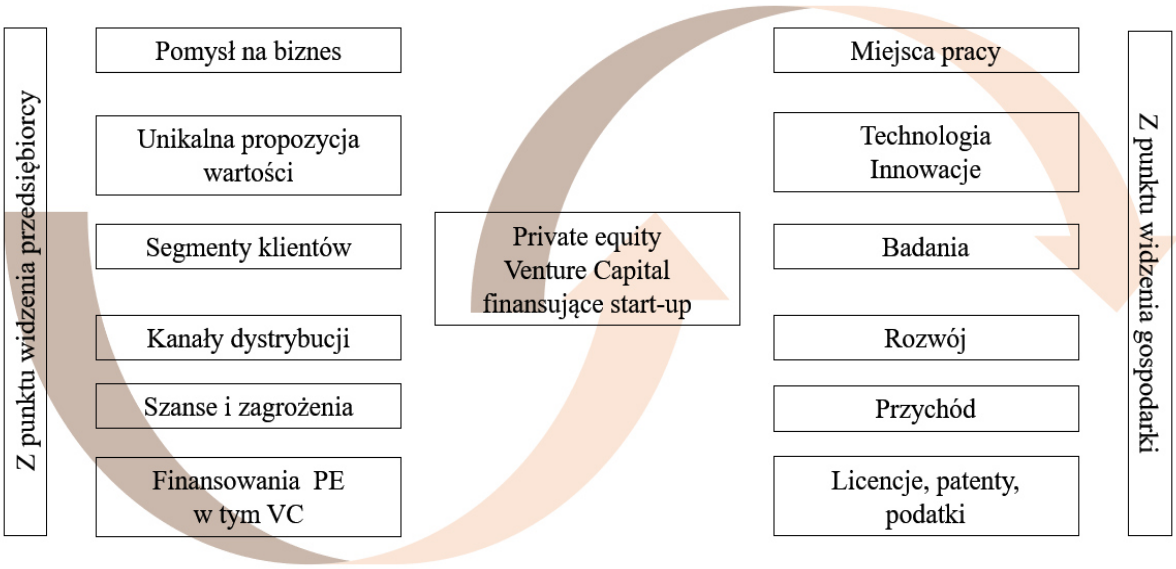
Należy podkreślić, iż zagadnienia techniczne, technologiczne czy inżynierskie, jako element innowacyjności, nie znalazły się na liście warunków koniecznych. Dużą wagę przywiązuje się jednak do znajomości branży i stopnia konkurencji. Ocenie podlegają zagrożenia konsolidacyjne, które mogą mieć miejsce w trakcie lat finansowania (zazwyczaj od 3 lat do 7), oraz natężenie konkurencji w danym sektorze i jego rentowność: ryzyko wejścia, groźba substytucji, siła przetargowa klientów, dostawców, a także natężenie rynkowo zauważalnych działań rywalizacyjnych obecnych konkurentów (zob.: Porter, 1994a; Porter, 1994b).

Definicja opisująca działalność funduszy zalążkowych, czyli seed czy start-up, w literaturze przedmiotu znajduje odzwierciedlenie w aspektach rozważających: (1) początkową fazę rozwoju, (2) zagadnienia małej firmy związanej z nową technologią czy (3) przedsięwzięcia, w którym przetwarzanie informacji i pochodne technologiczne stanowią kluczowy element modelu biznesowego (patrz. rysunek 2.7). Najpowszechniejsze jednak są definicje podane przez S. Blanka i B. Dorfa, opisujące startup jako (4) tymczasową organizację, poszukującą rentownego, skalowalnego i powtarzalnego modelu biznesowego. E. Ries, opisuje start-up, jako (5) organizację, tworzącą produkty i usługi w warunkach skrajnej niepewności (Blank & Dorf, 2012; Ries, 2011). Istnieje obraz dopełniający, zgodnie z którym (6) model biznesowy opisuje sposób, w jaki organizacja tworzy wartości oraz zapewnienia i czerpie z niej zyski, o czym traktuje w literaturze przedmiotu A. Osterwald (Osterwalder & Pigneur, 2010; Osterwalder, 2008). Start-up wpisuje się zatem w definicję przedsiębiorczości

najmniejszych podmiotów, które zdecydowanie wpływają na wszystkie, ekonomiczne współczynniki.

Tempo rozwoju ekosystemów start-upów w Polsce hamują niektóre przepisy i regulacje prawne, a także system podatkowy. Krajowe start-upy napotykają na „pułapkę wielkości Polski" (tzw. klątwa 38 mln ludności) (J. Kalinowski, Start-up Poland, 2015). Są to bowiem z założenia przedsiębiorstwa, które mając innowacyjny produkt posiadają również taki potencjał, którego nie są w stanie sfinansować w naturalny sposób, a ich perspektywiczne myślenie zasadniczo ogranicza się tylko do terytorium kraju. Sukces może odnieść zaledwie co setny start-up, ponieważ tylu przedsiębiorców rozpoczynając działalność myśli globalnie, upatrując celu w kliencie na całym świecie (Duszczyk, Rzeczypospolita, 2017). Praktyka wykazuje jednak, iż zaledwie co piąty polski start-up jest w stanie przetrwać cztery lata, odnosząc umiarkowany sukces. Dane te powinny mobilizować instytucje państwowe do stymulowania systemów rozwoju tego modelu przedsiębiorczości (ekonomia.rp.pl, 14.03.2017; Startup Poland, 2015; zobacz tez: Anokhin i inni, 2016, s.4744-4749).

Venture Capital mając znaczenie zarówno w skali mikro jak makro, często nazywane jest również prorozwojowym, ponieważ ważnym elementem całego systemu jest człowiek, z jego inwencją i wpływem na usprawnienie gospodarki. Innowacja nieodłącznie kojarzona jest z nową technologią, a ta z kolei z dynamizmem i szybszym rozwojem wspieranym przez procesy globalizacji (zobacz też: Poznańska, 2015b; Poznańska, 2014a; Nanda & Rhodes-Kropf, 2013, s.403-418; Gomper & Lerner, 2001, s.145-168). Ważnym jest jednak zawsze, aby rozwijając nowe przedsięwzięcie skojarzyć wszystkie czynniki implikujące rozwój ekosystemu, który został obrany za główny cel działalności gospodarczej i spojrzeć na zagadnienie zarówno z punktu przedsiębiorcy jak i gospodarki. Aspekty te powinny stwarzać środowisko sprzyjające kreowaniu pomysłu na biznes, jego wyjątkowości, oszacowania grupy docelowej odbiorców, sposobu dotarcia do nich, bycia świadomym swoich mocnych i słabych stron, ale przede wszystkim znalezienia źródła finansowania idei, poprawiając w konsekwencji koniunkturę gospodarczą, tworząc nowe miejsca pracy, sprzyjając rozwojowi technologii i innowacjom, które wspierane przez badania B+R (*ang. Business & Reaserch*), determinują przychody budżetu, w postaci wydawania nowych licencji czy patentów. Powstałe na tej drodze sprzężenie stanowi źródło podatków, a skonsolidowany w jeden proces działania, umożliwia cyrkulację skierowaną na wzrost gospodarczy (rysunek 2.9).



Rysunek 2.9 Rola funduszy private equity dla przedsiębiorcy i gosodarki
Źródło: badania własne i Małecka, 2017c, s.141

Tworzone na tej drodze czynniki mikro- i makroekonomiczne oraz ich możliwości wzrostu, powinny zostać rozważone również w aspekcie roli państwa i formułowania polityki na rzecz wspierania inwestowania w fundusze. Pewien etap rozwoju inwestycji determinuje poziom ryzyka, które zasadniczo tylko państwo może gospodarczo udźwignąć, kierując się społeczną stopą zwrotu, będącą z definicji niższą niż rynkowa stopa zwrotu dla podmiotów gospodarczych. Doświadczenie i wiedza wypracowane przez działania o tak synergicznym charakterze, stanowią kapitał społeczny, służący dalszemu rozwojowi gospodarki opartej na wiedzy, której rozwiązania private equity stanowią integralną część (Małecka & Łuczka, 2017c, s.132-137; zobacz też: Włodarkiewicz-Klimek, 2018b; s.143-152).

Stosowanie instrumentów private equity jest perspektywiczne. Zauważalnemu wzrostowi liczby funduszy towarzyszy wzrost liczby przedsiębiorstw korzystających z ich oferty. Analizując procesy wykorzystania przez przedsiębiorstwa źródeł finansowania typu venture capital należy zawsze pamiętać o cyklach, które dotyczą każdorazowo tego rodzaju finansowaniom (dezinwestycji) wyznaczających - ze względu na osiągane wyniki - przyszłe trendy inwestowania w sektory i branże. Mimo, iż wskazanie konkretnej tendencji określającej udział wartościowy inwestycji dotyczących kolejnych faz życia przedsiębiorstwa nie jest jednoznaczny, tendencja zakresu liczby przedsiębiorstw poszukujących dofinansowania na tej drodze jest wzrostowa, przy czym w Polsce formą dominującą jest start-up. Dynamika ich rozwoju i krajowy udział na tle Europy jest perspektywicznym i rozwojowym (tabela 2.17).

Tabela 2.17 Tempo wzrostu funduszy private equity w Europie i w Polsce

ZAINWESTOWANE KWOTY [W TYS. EUR]								
LATA	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
Fundusze Private Equity EUROPA								
Seed	197 572	267 740	141 794	128 113	164 722	116 830	116 427	97 995
Start-up	2 323 457	2 411 072	1 875 623	1 849 136	1 827 124	1 770 972	1 823 678	1 890 926
Later stage venture	3 489 898	3 630 123	1 805 579	1 684 126	1 703 383	1 319 038	1 470 738	1 624 427
Ogólnie VC	**6 010 927**	**6 308 935**	**3 822 996**	**3 661 375**	**3 695 229**	**3 206 840**	**3 410 844**	**3 613 348**
Growth	4 326 368	6 699 388	5 145 309	6 273 260	5 154 311	3 995 306	3 567 787	5 570 378
Rescue/Turnaround	454 585	332 424	693 635	494 594	451 753	342 040	325 397	209 265
Replacement capital	1 855 127	1 598 220	1 956 857	1 777 906	1 036 913	1 105 519	1 044 902	849 606
Buyout	57 194 149	38 426 763	12 689 613	29 711 332	34 531 941	28 102 589	27 972 734	31 264 722
Ogólnie	**69 841 155**	**53 365 731**	**24 308 411**	**41 918 466**	**44 870 147**	**36 752 294**	**36 321 664**	**41 507 319**
Fundusze Private Equity POLSKA								
Seed	2 824	4 210	0	0	483	2 720	1 559	1 820
Start-up	3 069	10 546	518	2 039	10 697	2 904	4 946	9 722
Later stage venture	33 218	35 687	634	1 272	15 281	3 460	9 127	10 472
Ogólnie VC	**39 111**	**50 443**	**1 152**	**3 311**	**26 461**	**9 084**	**15 632**	**22 014**
Growth	100 686	22 454	63 839	114 145	162 856	104 042	150 412	65 410
Rescue/Turnaround	1 256	68	6 100	3 073	1 923	3 100	0	0
Replacement capital	11 100	0	99	16 145	0	25 701	8 214	2 107
Buyout	282 035	562 759	203 377	516 017	487 196	331 087	205 775	161 388
Ogólnie	**434 188**	**635 724**	**274 567**	**652 691**	**678 436**	**473 015**	**380 033**	**250 920**
TEMPO WZROSTU 2007= 100.00 [w%]								
Fundusze Private Equity EUROPA								
Seed	100.00	135.5	53.0	90.4	128.6	70.9	99.7	84.2
Start-up	100.00	103.8	77.8	98.6	98.8	96.9	103.0	103.7
Later stage venture	100.00	104.0	49.7	93.3	101.1	77.4	111.5	110.4
Ogólnie VC	100.00	105.0	60.6	95.8	100.9	86.8	106.4	105.9
Growth	100.00	154.9	76.8	121.9	82.2	77.5	89.3	156.1
Rescue/Turnaround	100.00	73.1	208.7	71.3	91.3	75.7	95.1	64.3
Replacement capital	100.00	86.2	122.4	90.9	58.3	106.6	94.5	81.3
Buyout	100.00	67.2	33.0	234.1	116.2	81.4	99.5	111.8
Ogólnie	100.00	76.4	45.6	172.4	107.0	81.9	98.8	114.3
Fundusze Private Equity POLSKA								
Seed	100.00	149.1	0.0	0.0	0.0	563.1	57.3	116.7
Start-up	100.00	343.6	4.9	393.7	524.6	27.1	170.3	196.6
Later stage venture	100.00	107.4	1.8	200.7	1201.2	22.6	263.8	114.7
Ogólnie VC	100.00	129.0	2.3	287.5	799.1	34.3	172.1	140.8
Growth	100.00	22.3	284.3	178.8	142.7	63.9	144.6	43.5
Rescue/Turnaround	100.00	5.4	9023.7	50.4	62.6	161.2	0.0	0.0
Replacement capital	100.00	0.0	0.0	16307.9	0.0	0.0	32.0	25.7
Buyout	100.00	199.5	36.1	253.7	94.4	68.0	62.2	78.4
Ogólnie	100.00	146.4	43.2	237.7	103.9	69.7	80.3	66.0

Źródło: obliczenia własne na podtswie EVCA, 2015

Analiza struktury wyników funduszy, których inwestyce stanowiły zaledwie 0.61% wszystkich środków private equity zainwestowanych w CEE, wykazała udział przedsiębiorstw w later stage venturing, jako tak samo nieprzewidywalny jak pozostałych rozwiązań, uwzględniając wiek przedsiębiorstwa (tabela 2.18).

Tabela 2.18 Struktura funduszy według faz finansowania w Europie i Polsce w latach 2007-2014[w%]

FAZA FINANSOWANIA	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014	
	CEE	PL	CEE	PL	CEE	PL	CEE	PL	CEE	PL	CEE	PL	CEE	PL	CEE	PL
UDZIAŁ INWESTYCJI [w%]																
Seed	3	7	4	8	4	0	3	0	4	2	4	30	3	10	3	8
Start-up	39	8	38	21	49	45	51	62	49	40	55	32	53	32	52	44
LSV	58	85	58	71	47	55	46	38	46	58	41	38	43	58	45	48
Ogółem VC	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
UDZIAŁ ILOŚCIOWY [w %]																
Seed	15	15	14	24	12	0	13	0	13	12	12	34	14	39	15	24
Start-up	46	33	49	43	55	29	56	75	57	46	61	44	59	34	60	46
LSV	42	52	41	37	36	71	33	25	32	42	28	22	29	27	26	30
Ogółem VC	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

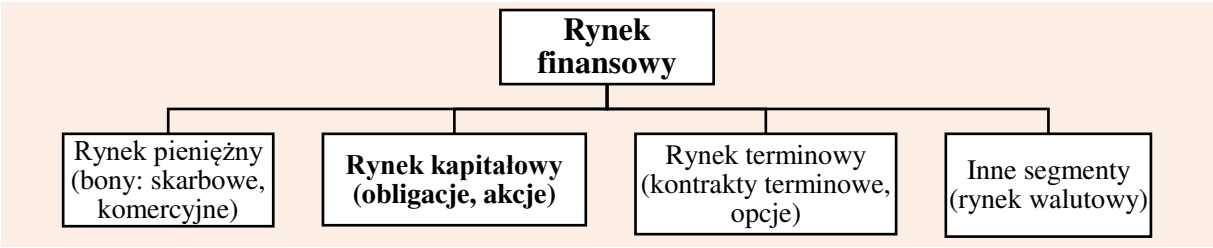
Źródło: Małecka & Łuczka, 2016a

Działalność MSP podporządkowana jest budowaniu i utrzymaniu pozycji rynkowej, dlatego chcąc pozostać konkurencyjnymi w turbulentnym otoczeniu gospodarczym, muszą one sprostać wielu procesom przemian. Będąc często niedokapitalizowane, napotykają na drodze rozwoju kolejne procesy: internacjonalizację i globalizację, presję konkurencyjnych rynków, sieci i łańcuchów dostaw, a także ograniczenia w dostępie do badań i innowacji (zobacz też: Łuczka & Małecka, 2017a, s.213-229; Poznańska, 2012a; Greif, Böhme & Degenhardt, 2011; Błaszczyk & Sawicz, 2010; Łuczka, 2009, s.141-155; Bochniarz & Sańko, 2008; Knight, 2004; Poznańska, 2002; Pearce, 1997, s.462-483). Jednakże towarzysząca im postawa: „po pierwsze przetrwać", pozwala im skutecznie utrzymać się na rynku, a także elastycznie dostosować się do nieustannie zmieniających się reguł rynkowych we wszystkich aspektach: gospodarczych, społecznych i prawnych (Kasperkowiak & Małecka, 2018; Voynarenko & Dzhedzhula & Yepifanova, 2016, s.126-129; zobacz też: Węcławski, 2015; Węcławski, 2014). Zatem ich cechy jakościowe, różniące je istotnie od dużych przedsiębiorstw, pozwalają na utrzymanie i rozwój pozycji rynkowych, zapewniając określoną strukturę gospodarczą, a także właściwe funkcjonowanie mechanizmu rynkowego, poprzez bezpośredni wpływ na rozwój ekonomiczny poszczególnych gospodarek, regionów, krajów, ściśle wpływając na ich coraz bardziej międzynarodowy charakter (Kasperkowiak & inni, 2017, s.811-822; Małecka, 2016c, s.117-129; Wach, 2015, s.9-24; Wach, 2014, s.433-446; McDougall & Oviatt, 2000; McDougall, 1989, s.387-400).

Struktura pozyskania źródła finansowania w postaci venture capital związana jest ze specyficzną formą zasilenia kapitałem powstającej lub już istniejącej spółki, drogą emisji akcji lub udziałów. Szczególność ta polega na tym, iż nowy kapitał wprowadzany jest do przedsiębiorstw nie w drodze zaciągniętego zobowiązania kredytowego, czyli długu, tylko w formie właścicielskiej, jako kapitał akcyjny lub udziałowy, czyniąc z inwestora współwłaściciela finansowanego przedsiębiorstwa. Finansowanie takie odbywa się w ściśle określonym czasie, który może być sprecyzowany zarówno krótkoterminowo (pomagając przygotować przedsiębiorstwo do uruchomienia nowej linii technologicznej czy współpracy z giełdą) lub długoterminowo (finansując kolejne fazy precyzyjnie sformułowanej ścieżki rozwoju). W każdym z przypadków po wygaśnięciu terminu granicznego, wyznaczonego w umowie, fundusze venture capital zostają wycofane z przedsiębiorstw poprzez sprzedanie posiadanych akcji lub udziałów. Ta forma pozyskiwania funduszy na rozwój dotyczy niepublicznego rynku kapitałowego, często nazywanego prywatnym, ponieważ mogą z niej skorzystać tylko te z przedsiębiorstw, które nie były notowane na giełdzie papierów wartościowych" (Małecka & Łuczka, 2016b, s.669-684).

2.3 Rynek kapitałowy jako źródło finansowania mikro, małych i średnich przedsiębiorstw

Przedsiębiorczość rozważana w rozdziale pierwszym, charakteryzowana jest najczęściej poprzez: (1) dostrzeganie potrzeb, (2) trafne definiowanie pomysłów, (3) skłonność do podejmowania ryzyka, (4) gotowość do wprowadzania zmiany, a także (5) zdolność do wykorzystywania dostępnych na rynku możliwości finansowania. Jednym z jej przejawów jest umiejętność skutecznego pozyskiwania kapitału na rozwój, uwzględniającego nowe rozwiązania i perspektywy kreowane przez rynek finansowy. Możliwości i schematy doskonale znane profesjonalistom, rzadko rozróżniane są przez inwestorów i przedsiębiorców, szczególnie reprezentujących segment małych i średnich przedsiębiorców, dla których często rynek kapitałowy stanowi synonim rynku finansowego, a nie jego cześć. Rodzaj instrumentu finansowego determinuje segment rynku, na którym jest on dopuszczony do obrotu. Pieniądz będący przedmiotem obrotu, dotyczy rynku pieniężnego, kapitał – rynku kapitałowego, transakcje zawierane z realizacją w odległym terminie – rynku terminowego. Pozostałe transakcje pieniężne, nie mieszczące się w ramach rynku pieniężnego, czyli walutowe, klasyfikuje tzw. inny segment rynku (rysunek 2.10).



Rysunek 2.10 Struktura rynku finansowego w Polsce
Źródło: opracowanie własne, zobacz również: Małecka, 2015b, s.351

Mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa posiadają ograniczony dostęp do rynku kapitałowego, a nowe możliwości wykorzystywane są przez nie w mniejszym zakresie, niż można by się spodziewać (zob. Xu & Gong, 2016, s.581-584; zobacz też: Małecka, 2016a, s.11-24). Istotnych czynników - ograniczających ich dywersyfikację źródeł finansowania i umożliwiających skuteczne pozyskiwanie kapitału na rozwój poprzez wykorzystywanie instrumentów rynku kapitałowego - można dopatrywać się również w kwalifikacjach i kompetencjach osób, będących decydentami - w przypadku MSP najczęściej właścicielami. Istniejący na rynku system doradztwa i wsparcia, powinien uwzględniać również wybór prawnej struktury organizowanej aktywności ekonomicznej, zwłaszcza przy założeniach

prowadzenia działalności międzynarodowej czy globalnej (Łuczka & Małecka, 2017d, s.375-387; Smallbone, 2016, s.201-218).

2.3.1 Formy prawne małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce

Możliwości wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego w pełnym zakresie, w aspekcie możliwości skutecznego pozyskiwania źródeł finansowania, implikuje struktura przedsiębiorstw, a także ich forma prawna. Osoby fizyczne mają w tym zakresie znacznie bardziej ograniczone możliwości niż osoby prawne, których liczebność w Polsce jest o wiele mniejsza. Tożsamość prawna determinuje szereg różnic, z których do najważniejszych należą: (1) różnice na szczeblu zarządczym, (2) transparentność zarządcza, (3) wiarygodności i wypłacalność, (4) kreacja wizerunku przedsiębiorstwa, (5) poziom kapitału społecznego, a nawet (6) wdrożony system CSR, które wpływają na ogólną ocenę przedsiębiorstwa, określoną nie tylko przez bilanse i wskaźniki rentowności, ale w perspektywicznej wartości dodanej.

Dla ujednolicenia omawianych pojęć, zastosowano nomenklaturę zgodną z wytycznymi Głównego Urzędu Statystycznego (GUS), który przez:

(1) zbiór osób fizycznych rozumie, osoby fizyczne oraz osoby, „które działały w ramach spółek zawiązanych na podstawie umowy sporządzonej w oparciu o kodeks cywilny (spółki cywilne)"; do zbioru tego będą należeć podmioty działające na podstawie wpisu do ewidencji działalności gospodarczej (w tym również samozatrudnieni) oraz spółki cywilne

(2) zbiór osób prawnych - „zbiorowość jednostek mających osobowość prawną (osoby prawne)", która w zestawieniach „prezentowana jest łącznie z jednostkami organizacyjnymi nieposiadającymi osobowości prawnej"; do zbioru tego należeć będą spółki handlowe kapitałowe (spółka akcyjna i z ograniczoną odpowiedzialnością), posiadające osobowość prawną, oraz spółki handlowe (spółki partnerskie, spółki jawne, spółki komandytowe i spółki komandytowo-akcyjne), które nie posiadają osobowości prawnej a jedynie zdolność do czynności prawnych (GUS, 2014, s.10).

Współpracę z najważniejszą instytucją rynku kapitałowego – giełdą, mogą rozpocząć tylko podmioty prawne o tożsamości spółek handlowych. Istnieje kilka możliwości ustanowienia formy prawnej przedsiębiorstwa. Od jej wyboru zależy poziom możliwości partycypowania w zarządzaniu firmą, a także dodatkowe uwarunkowania dotyczące możliwości pozyskiwania finansowania (tabela 2.19)[28].

[28] Dane nie obejmują jednostek prowadzących działalność zakwalifikowaną według Polskiej Klasyfikacji Działalności 2007 do sekcji A, K i O, czyli zgodnie z obowiązującym w Polsce podziałem:

- Spółek prawa administracyjnego (spółki wodne i do zagospodarowania wspólnot gruntowych)

Tabela 2.19 Wykaz podmiotów gospodarczych według klasyfikacji GUS

OSOBY FIZYCZNE	OSOBY PRAWNE
Podmioty działające na podstawie wpisu do ewidencji działalności gospodarczej	Spółki handlowe kapitałowe, posiadające osobowość prawną: - spółki akcyjne - spółki z ograniczoną odpowiedzialnością
Spółki cywilne	Spółki handlowe osobowe, nieposiadające osobowości prawnej, a jedynie zdolność do czynności prawnych: - spółki partnerskie - spółki jawne - spółki komandytowe - spółki komandytowo-akcyjne

Źródło: opracowanie własne na podstawie Kodeksu Cywilnego i Kodeksu Handlowego

Najważniejszymi kryteriami determinującymi wybór tożsamości prawnej nowego przedsiębiorstwa są wymienione wcześniej: (1) kapitał początkowy, (2) wymagania legislacyjne oraz (3) forma prowadzenia księgowości. Do najczęściej wybieranych form prawnych należy własna działalność gospodarcza. Spółki partnerskie ze względu na specyfikę powołania, należą do spółek o nielicznej populacji. Wszystkie spółki handlowe wymagają wpisu do Krajowego Rejestru Sądowego (KRS), jednakże tylko spółki kapitałowe i spółka cywilna nie są zobligowane do umieszczania nazwiska właścicieli w nazwie przedsiębiorstwa (tabela 2.20).

- Spółek paneuropejskich (spółki europejskie i europejskie zgrupowanie inwestorów gospodarczych)
- Organizacji samorządowych i fundacji
- Szkół wyższych
- Samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej
- Jednostek z działu 94 PKD 2007.

Podział dokonywany jest na podstawie podstawowej formy prawnej (1,2,9). Jednostki, które są osobami fizycznymi prowadzącymi działalność gospodarczą (kod 9) GUS przydziela do osób fizycznych. Jednostki, które są osobami prawnymi (kod 1) przydziela do osób prawnych. Jednostki organizacyjne niemające osobowości prawnej (kod 2) również do osób prawnych. Szczególne formy prawne, które obejmuje zakres podmiotowy publikacji GUS to kody: 15,16,17,18,19,20,21,23,24,40,79,99. Upraszczając: według szczególnej formy prawnej kody 19 i 99 stanowią osoby fizyczne, a pozostałe wymieniona to osoby prawne.

Tabela 2.20 Wykaz tożsamości prawnych według klasyfikacją GUS

TOŻSAMOŚĆ PRWANA	Jednoosobowa działalność gospodarcza	Spółka cywilna	SPÓŁKI PRAWA HANDLOWEGO					
			Spółki osobowe				Spółki kapitałowe	
			Spółka jawna	Spółka partnerska	Spółka komandytowa	**Spółka komandytowo-akcyjna**	Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością	**Spółka akcyjna**
SKRÓT	BRAK	S.C.	SP.J.	SP. PARTNERSKA	SP.K.	**S.K.A.**	SP. Z O.O.	**S.A.**
KAPITAŁ POCZĄTKOWY	BRAK	BRAK	BRAK	BRAK	BRAK	50 000	5 000	100 000
OBLIGATORYJNY WPIS	CEIDG	CEIDG-1	KRS	KRS	KRS	KRS	KRS	KRS
CECHA	nazwisko		nazwisko	nazwisko	nazwisko	nazwisko		

Źródło: opracowanie własne na podstawie Kodeksu Cywilnego i Kodeksu Handlowego

Zasadność wielkości zamieszczonych charakterystyk można przyjąć za wprost proporcjonalną zarówno do odpowiedzialności karnej jak i rozbudowy systemów administracyjno-księgowych.

Osoba fizyczna prowadzi działalność na podstawie wpisu do Centralnej Ewidencji i Informacji o Działalności Gospodarczej (CEIDG). Może być ona usługowa, handlowa, produkcyjna lub połączeniem wcześniej wymienionych. Istnieją profesje, do wykonywania których niezbędne jest uzyskanie dodatkowych zezwoleń lub koncesji oraz konieczność przedstawienia dokumentów potwierdzających posiadanie wymaganych prawem kwalifikacji lub uprawnień do prowadzenia danej działalności. Osoba prowadząca działalność gospodarczą musi posiadać zdolność do czynności prawnych. Ze względu na to, iż podstawą prawną są w tym przypadku przepisy prawa cywilnego, za powstałe w ciągu działań zobowiązania, osoba prowadząca działalność gospodarczą odpowiada całym swoim majątkiem. Otworzenia działalności gospodarczej można dokonać on-line.

Spółka cywilna (sktór: „S.C.") to forma prowadzenia działalności gospodarczej przez dwóch lub więcej przedsiębiorców, nieposiadająca osobowości prawnej, regulowanej przez prawo zobowiązań (art. 860-875 Kodeksu Cywilnego). Podmiotami prawa w spółce cywilnej są jej wspólnicy. Stanowi ona umowę, zatem nie jest samodzielnym podmiotem prawa. Konsekwencją braku osobowości prawnej jest brak posiadania własnego mienia, zatem wszelkie prawa i zobowiązania zaciągane są na rachunek wspólników i wchodzą do ich wspólnego majątku, który stanowi ich współwłasność łączną. Procesowi tworzenia spółki cywilnej towarzyszą te same procedury, konieczne przy rejestracji indywidualnej działalności gospodarczej oraz konieczność spisania umowy spółki i zarejestrowania jej w Urzędzie Skarbowym, bez konieczności przyjmowania formy aktu notarialnego. Wspólnikami w spółce cywilnej mogą być zarówno osoby fizyczne jak i prawne, a spory spółki - jeśli umowa nie

stanowi inaczej – mogą należeć do kompetencji wszystkich wspólników. Wspólnicy za pracę w spółce nie mogą otrzymywać wynagrodzenia, uczestniczą za to w podziale zysków, jednocześnie odpowiadając za jej zobowiązania osobiście, bez ograniczeń, całym swoim majątkiem zarówno obecnym, jak i przyszłym.

Kolejną spółką jest spółka jawna (skrót: „SP.J."), będąca spółką osobową, prowadzącą przedsiębiorstwo pod własną firmą i nie będącą inną spółką handlową. Majątek spółki stanowi wkład wniesiony do spółki (pieniężny, przeniesienie własności rzeczy lub praw, a także przeniesienie prawa ich używania) oraz mienie nabyte przez spółkę w trakcie prowadzenia przez nią działalności. Każdy wspólnik odpowiada za zobowiązania spółki bez ograniczeń całym swoim majątkiem solidarnie z pozostałymi wspólnikami oraz ze spółką. Spółkę może reprezentować każdy wspólnik, a zasady prowadzenia spraw spółki powinny być zawarte w umowie spółki. W przypadku sprzeciwienia się w prowadzeniu spraw spółki, wymagana jest specjalna uchwała wspólników, natomiast w kwestiach przekraczających zwykły zarząd wymagana jest zgoda wszystkich wspólników. Każdy wspólnik mający prawo prowadzenia spraw, bez uchwały wspólników może wykonać czynność nagłą, której zaniechanie mogłoby wyrządzić szkodę. Nie można powierzyć prowadzenia spraw wyłącznie osobom trzecim. Za prowadzenie spraw spółki nie przysługuje żadne odrębne wynagrodzenie, a osoba przystępująca do spółki odpowiada za zobowiązania spółki wynikające z prowadzonej przez spółkę działalności nawet przed dniem przystąpienia do spółki. Każdy wspólnik ma prawo do równego udziału w zyskach i stratach spółki, bez względu na rodzaj i wartość wkładu, chyba że umowa spółki stanowi inaczej. Nie jest możliwe wyłączenie wspólnika z udziału w zyskach, ale możliwe jest zwolnienie wspólnika z udziału w stratach. Odpowiedzialność wobec wierzycieli następuje w pierwszej kolejności z majątku spółki a następnie z całego majątku osobistego wszystkich wspólników. Rozwiązanie spółki następuje w chwili wystąpienia z niej wspólnika lub jego wierzyciela, jego śmierci lub ogłoszenia upadłości, a także na skutek przyczyny przewidzianych w umowie spółki - jednomyślna uchwała wszystkich wspólników, wypowiedzenie umowy spółki przez wspólnika lub wierzyciela wspólnika, prawomocne orzeczenie sądu. Spółka jawna nie posiada osobowości prawnej.

Spółka partnerska to spółka osobowa, która jest utworzona przez wspólników (partnerów) w celu wykonywania wolnego zawodu w spółce prowadzącej przedsiębiorstwo pod własną firmą (nazwą). Partnerami spółki mogą być przedstawiciele następujących wolnych zawodów: adwokat, architekt, aptekarz, lekarz, lekarz stomatolog, lekarz weterynarz, pielęgniarka, położna, inżynier budowlany, notariusz, radca prawny, księgowy, biegły

rewident, doradca podatkowy, broker ubezpieczeniowy, rzeczoznawca majątkowy, rzecznik patentowy, tłumacz przysięgły. Spółka może powstać w celu wykonywania więcej niż jednego wolnego zawodu. Do jej prowadzenia konieczny jest wpis spółki do rejestru przedsiębiorców w ramach Krajowego Rejestru Sądowego (KRS). Wspólnicy spółki partnerskiej nie ponoszą odpowiedzialności za jej zobowiązania powstałe w związku z wykonywaniem przez pozostałych partnerów wolnego zawodu w spółce, ani za zobowiązania będące następstwem działań osób zatrudnionych w spółce, które podlegały kierownictwu innego partnera. Natomiast za zobowiązania spółki niezwiązane bezpośrednio z wykonywaniem wolnego zawodu, wszyscy partnerzy odpowiadają solidarnie. Spółka nie posiada osobowości prawnej.

Spółka komandytowa (skrót: „SP. K.") jest spółką osobową, mającą na celu prowadzenie przedsiębiorstwa pod własną firmą. Jest formą przejściową pomiędzy spółkami osobowymi (cywilną i jawną), a spółkami kapitałowymi (spółką z.o.o. i akcyjną). Nie posiada osobowości prawnej, ale posiada zdolność prawną oraz zdolność do czynności prawnych - „ułomna osoba prawna". Posiada zdolność prawną, czyli jest podmiotem prawa i obowiązków oraz własnym działaniem (konkretnie działaniem osób uprawnionych do reprezentowania spraw spółki), dokonywać czynności prawnych. Za zobowiązania spółki wobec wierzycieli, co najmniej jeden wspólnik odpowiada bez ograniczeń (komplementariusz, który reprezentuje spółkę, jeżeli na mocy umowy spółki albo prawomocnego orzeczenia sądu nie został tego prawa pozbawiony). Odpowiedzialność co najmniej jednego wspólnika (komandytariusza) jest ograniczona. Odpowiada on za zobowiązania tylko do określonej w umowie kwoty tzw. sumy komandytowej, wolny jest natomiast od odpowiedzialności w zakresie wniesionego wkładu. Może reprezentować spółkę, ale tylko jako pełnomocnik, a w sytuacji, gdy przekroczy zakres umocowania - będzie działał bez niego lub nie ujawni swego pełnomocnictwa – będzie on odpowiadał za skutki swych działań tak samo jak komplementariusz. Komandytariusz będzie odpowiadał również bez ograniczenia za zobowiązania spółki komandytowej, gdy jego nazwisko (firma) ujawnione zostanie w firmie (nazwie) spółki. Uczestniczy w zysku spółki proporcjonalnie do wkładu rzeczywistego wniesionego do spółki. Umowę spółki komandytowej należy zawrzeć w formie aktu notarialnego, a jej powstanie datuje się z chwilą wpisu do rejestru (KRS). Wpis ma charakter konstytutywny, co oznacza, że wywołuje on określone skutki prawne, czyli spółka komandytowa staje się tzw. jednostką organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej.

Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (skrót: „Sp. z o.o.") jest spółką kapitałową. Kapitał zakładowy spółki powinien wynosić minimum 5000 PLN. Tworzą go udziały

wniesione przez poszczególnych udziałowców. Udziały mogą, ale nie muszą być równe, a minimalna wartość jednego udziału nie może być niższa niż 50 PLN (wkładem może być gotówka, rzeczy np. maszyny, prawa np. do znaków towarowych, patenty, itp.). Może być utworzona przez jedną lub większą liczbę osób w celu prawnie dopuszczalnym. Założycielami (wspólnikami) spółki z ograniczoną odpowiedzialnością mogą być osoby fizyczne, prawne, a także osobowe spółki handlowe. Wspólnicy mają równe prawa i obowiązki w spółce. Zawiązanie spółki następuje z chwilą zawarcia umowy spółki lub z chwilą złożenia jednostronnego oświadczenia woli. Niezależnie od formy, w każdym przypadku wymagany jest podpis notarialny. Koszt związany z zawarciem umowy w formie aktu notarialnego zależny jest od wysokości kapitału zakładowego spółki, a zmiana umowy spółki wymaga uchwały zgromadzenia wspólników, która musi być dodatkowo notarialnie zaprotokołowana i zgłoszona w Krajowym Rejestrze Sądowym. Powstanie spółki z o.o. wymaga: zawarcia umowy spółki, wpisu do Krajowego Rejestru Sądowego, wniesienia przez wspólników wkładów, powołania zarządu i rady nadzorczej spółki. Umowa spółki prócz: firmy (nazwy) spółki, danych teleadresowych, przedmiotu jej działalności, wysokości kapitału zakładowego, powinna określać dla swej ważności liczbę i wartość nominalną udziałów objętych przez poszczególnych wspólników. Do obowiązków spółki z ograniczoną odpowiedzialnością należy prowadzenie pełnej księgowości. Posiada ona osobowość prawną, o czym w sposób szczegółowy traktuje Kodeks Spółek Handlowych.

Należy podkreślić, iż tylko dwie z form prawnych: spółka akcyjna i komandytowo-akcyjna, umożliwiają pozyskanie kapitału na rozwój za pośrednictwem giełdy, w związku z czym, zasady ich działalności zostaną opisane szczegółowiej. Pozostałe formy pozwalają aplikować do funduszy private equity, jednakowo, należy uwzględniać fakt, iż „jednowładza", występująca w sektorze MSP jako model zarządzania, nie jest oceniana przez nie pozytywnie (Małecka, 2018d; Małecka & Łuczka, 2016b, s.669-684; Tamowicz, 2004).

Spółka akcyjna (skrót: „S.A.") jest spółką kapitałową posiadającą osobowość prawną. Jest wyodrębnionym organizacyjnie i majątkowo podmiotem prawa. Może być założona w dowolnym celu zgodnym z prawem. Spółka akcyjna działa na podstawie kodeksu spółek handlowych. Zawiązać spółkę akcyjną może jedna lub więcej osób, a każdy akcjonariusz jest współudziałowcem spółki. Założenie spółki akcyjnej wymaga utworzenia statutu spółki, który powinien mieć formę aktu notarialnego, a osoby go podpisujące stają się założycielami spółki. Statut spółki musi zawierać: (1) firmę (nazwę) i siedzibę spółki, (2) przedmiot działalności spółki, (3) czas trwania spółki, jeżeli jest oznaczony, (4) wysokość kapitału zakładowego oraz

kwotę wpłaconą przed zarejestrowaniem na pokrycie kapitału zakładowego, (5) wartość nominalną akcji i ich liczbę ze wskazaniem, czy akcje są imienne, czy na okaziciela, (6) liczbę akcji poszczególnych rodzajów i związane z nimi uprawnienia, jeżeli mają być wprowadzone akcje różnych rodzajów, (7) nazwiska i imiona albo firmy (nazwy) założycieli, (8) liczbę członków zarządu i rady nadzorczej, albo co najmniej minimalną lub maksymalną liczbę członków tych organów oraz podmiot uprawnionych do ustalenia składu zarządu lub rady nadzorczej, (9) co najmniej przybliżoną wielkość wszystkich kosztów poniesionych lub obciążających spółkę w związku z jej utworzeniem, ustaloną na dzień zawiązania spółki, (10) pismo do ogłoszeń, jeżeli spółka zamierza dokonywać ogłoszeń również poza Monitorem Sądowym i Gospodarczym. Statut, pod rygorem bezskuteczności wobec spółki, powinien również zawierać postanowienia dotyczące:

(1) liczby i rodzajów tytułów uczestnictwa w zysku lub w podziale majątku spółki oraz związanych z nimi praw
(2) wszelkich związanych z akcjami obowiązków świadczenia na rzecz spółki, poza obowiązkiem wpłacenia należności za akcje
(3) warunków i sposobu umorzenia akcji, ograniczeń zbywalności akcji, uprawnień osobistych przyznanych akcjonariuszom, o których mowa w art. 354 KSH.

Spółka akcyjna zawiązywana jest przez założycieli, którzy ustalają jej statut. Statut wraz ze zgodą na zawiązanie spółki, zgodą na brzmienie statutu oraz objęciem akcji przez założycieli składają się na tzw. umowę założycielską. Pozostałe po zawiązaniu spółki, czynności wymagane do utworzenia spółki akcyjnej to:

(1) wniesienie przez akcjonariuszy wkładów na pokrycie całego kapitału zakładowego (minimalny kapitał niezbędny do utworzenia spółki akcyjnej zgodnie z przepisami Kodeksu Spółek Handlowych wynosi bowiem co najmniej 500 000 PLN (art. 308 KSH)
(2) ustanowienie organów spółki (zarządu i rady nadzorczej)
(3) wpisu do rejestru sądowego.

Wpis do rejestru sądowego odbywa się poprzez złożenie stosownego wniosku zawierającego: (1) nazwę spółki, jej siedzibę i adres, (2) przedmiot działalności, (3) wysokość kapitału zakładowego, (4) liczbę i wartość nominalną akcji, (5) informacje o akcjach uprzywilejowanych, (6) nazwiska osób reprezentujących spółkę.

Do wniosku należy dołączyć: statut spółki, akty notarialne o zawiązaniu spółki i objęciu akcji, oświadczenia członków zarządu o opłaceniu akcji spółki w terminie przewidzianym

przepisami prawa, dokument potwierdzający ustanowienie organów spółki (art. 318, 320). Spółka akcyjna jest spółką handlową, kapitałową, której kapitał zakładowy reprezentowany jest przez akcje będące papierami wartościowymi. Typowa spółka kapitałowa jest podmiotem o większej liczbie akcjonariuszy posiadających znaczny kapitał zakładowy zebrany przez emisję publiczną lub prywatną.

Kapitał zakładowy dzieli się na akcje, czyli udziały w spółce, o równej wartości nominalnej. Stanowi iloczyn tych wartości i liczby wyemitowanych akcji. Wartość nominalna każdej akcji to minimum 1 grosz. Akcje należą do akcjonariuszy i mogą być przedmiotem obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW). Zasilają one fundusz zakładowy a dochody ze sprzedaży wyemitowanych akcji po cenie emisyjnej (czyli powyżej ich wartości nominalnej) powiększają wartość kapitału zakładowego.[29] Akcjonariusze czerpią dochody z tytułu np. dywidendy, która przydzielana jest proporcjonalnie do posiadanych udziałów. Akcje mogą być: imienne i na okaziciela, aportowe i gotówkowe, zwykłe i uprzywilejowane. Wyznaczają udział właściciela akcji w kapitale własnym spółki. Kapitał zakładowy stanowią wkłady wniesione do spółki. Wkładem mogą być zarówno pieniądze jak i aporty (np. maszyny, budynki). Wkładu nie mogą stanowić: praca i usługi na rzecz spółki oraz prawa niezbywalne (np. użytkowanie). Wkłady pieniężne należy opłacić przed zarejestrowaniem spółki w wysokości sięgającej co najmniej 25 procentach ich wartości nominalnej. Akcje mogą zostać objęte powyżej wartości nominalnej. W takim przypadku nadwyżkę ponad wartość nominalną należy wpłacić przed rejestracją i zasila ona kapitał zapasowy. Akcjonariusze nie odpowiadają własnym majątkiem za zobowiązania spółki. Ich odpowiedzialność ograniczona jest tylko do wysokości wniesionego do spółki kapitału. Spółka akcyjna może działać tylko przez swoje organy: walne zgromadzenie, zarząd oraz radę nadzorczą.

Zarząd jest obowiązkowym organem spółki akcyjnej. Powoływany jest przez radę nadzorczą maksymalnie na okres 5 lat. Zarząd reprezentuje spółkę na zewnątrz i prowadzi jej sprawy. Członkami zarządu mogą być wyłącznie osoby fizyczne, akcjonariusze jak również osoby spoza spółki, które - jeżeli statut nie stanowi inaczej - podejmują uchwały większością głosów.

[29] Kapitał własny stanowią również: należne wpłaty na poczet kapitału zakładowego (wielkość ujemna), akcje własne (wielkość ujemna), fundusz zapasowy, fundusz z aktualizacji wyceny, pozostałe fundusze rezerwowe, zysk (stratę) z lat ubiegłych, zysk (stratę) netto, odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna). Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, DZ.U. 1994, nr 121, poz. 591 z póź. zm.

Rada nadzorcza stanowi organ kontrolny w spółce. Składa się z minimum 3 członków, a w spółkach publicznych (notowanych na giełdzie) minimum 5, powoływanych i odwoływanych przez walne zgromadzenie akcjonariuszy. Rada nadzorcza ma prawo badać wszystkie dokumenty. W kompetencji rady jest także żądanie od pracowników jak i zarządu wyjaśnień, sprawozdań i analiz. Może ona również przeprowadzić rewizję stanu majątku spółki. Członek rady nadzorczej nie może zasiadać jednocześnie w innych organach spółki (np. zarządzie). Akcjonariusze mogą brać udział w walnym zgromadzeniu osobiście, a także przez pełnomocników na podstawie pisemnego pełnomocnictwa, dołączonego do protokołu walnego zgromadzenia. Uchwały zapadają bezwzględną większością głosów, chyba że statut lub przepisy kodeksu stanowią inaczej.

Walne zgromadzenie akcjonariuszy - organ, w skład którego wchodzą udziałowcy spółki - decyduje o najważniejszych sprawach związanych z działalnością spółki. Akcjonariusze mogą brać udział w walnym zgromadzeniu osobiście, a także przez pełnomocników, na podstawie pisemnego pełnomocnictwa dołączonego do protokołu walnego zgromadzenia. Walne zgromadzenie - zwyczajne lub nadzwyczajne - jest uprawnione do wydawania uchwał we wszystkich sprawach spółki, o ile nie należą one do kompetencji zarządu lub rady nadzorczej. Spółka akcyjna rozlicza się zgodnie z ustawą o podatku dochodowym od osób prawnych (CIT) oraz prowadzi pełne księgi handlowe (http://inkubator.univ.szczecin.pl/baza-wiedzy/spolka-akcyjna/, dostęp z 31.11.2017).

Spółka komandytowo-akcyjna to spółka osobowa, łącząca w sobie cechy spółki komandytowej i akcyjnej, co czyni ją wyjątkowo atrakcyjną formą prowadzenia działalności gospodarczej. Zgodnie z art. 126 § 1 pkt 2 Kodeksu Spółek Handlowych we wszystkich sprawach, do których nie stosuje się przepisów o spółce jawnej, do spółki komandytowo-akcyjnej stosuje się odpowiednio przepisy dotyczące spółki akcyjnej, w szczególności przepisy dotyczące kapitału zakładowego, wkładów akcjonariuszy, akcji, rady nadzorczej i walnego zgromadzenia. Spółka komandytowo-akcyjna jest jednostką organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej, a zdolność do czynności prawnych (patrz: Kodeks Spółek Handlowych). Spółka ta może zatem we własnym imieniu nabywać prawa, w tym własność nieruchomości i inne prawa rzeczowe, zaciągać zobowiązania, pozywać i być pozywaną. Istota spółki komandytowo-akcyjnej polega na współpracy między wspólnikiem aktywnym - komplementariuszem oraz wspólnikiem pasywnym - akcjonariuszem. Minimalny kapitał potrzebny do zawiązania spółki wynosi 50 000 PLN. Spółka prowadzi działalność pod własną firmą (nazwą), która powinna zawierać nazwiska jednego lub kilku komplementariuszy oraz

dopisek "spółka komandytowo-akcyjna" (skrót: "S.K.A."). Nazwisko lub nazwa akcjonariusza, zawarte w nazwie spółki zobowiązuje personalnie do odpowiedzialności i wobec osób trzecich, na prawach i obowiązkach komplementariusza. Osoby tworzące i podpisujące statut stają się założycielami spółki. Statut powinien być sporządzony w formie aktu notarialnego i powinien zawierać następujące informacje: (1) firmę (nazwę) spółki, (2) siedzibę spółki, (3) przedmiot działalności, (4) czas trwania spółki jeżeli jest on oznaczony, (5) informacje o rodzaju i wartości wkładów wnoszonych do spółki przez każdego z komplementariuszy, (6) wysokość kapitału zakładowego oraz sposób jego zebrania, (7) liczbę, rodzaj (imienne, na okaziciela) i wartość nominalną akcji, (8) nazwiska i imiona albo firmy (nazwy) komplementariuszy wraz z siedzibami, adresami lub adresami do doręczeń, (9) jeżeli w statucie zawarte są zapisy ustanawiające radę nadzorczą lub walne zgromadzenie, to powinien on również określać sposób ich organizacji, (10) okoliczności rozwiązania spółki. Dla obszarów działalności, które nie zostały uregulowane w statucie stosuje się przepisy spółek handlowych.

Tworząc spółkę wspólnicy wnoszą do niej wkłady, które składają się na kapitał udziałowy spółki. Wkładem może być gotówka lub aport, a nie może być natomiast praca na rzecz spółki, usługi lub prawo niezbywalne. Za zobowiązania wobec wierzycieli w spółce komandytowo-akcyjnej, bez ograniczeń odpowiada co najmniej jeden wspólnik (komplementariusz). Akcjonariusz nie odpowiada za zobowiązania spółki. Wyjątkiem jest sytuacja, w której w nazwie spółki zawarte zostanie nazwisko lub nazwa akcjonariusza. Komplementariusze prowadzą sprawy spółki i reprezentują ją. Mogą oni zostać pozbawieni tego prawa wyłącznie na mocy zapisów statutu lub gdy taką decyzję podejmie sąd. Do wprowadzenia zmian w statucie wymagana jest zgoda wszystkich pozostałych komplementariuszy. Akcjonariusz może reprezentować spółkę wyłącznie jako pełnomocnik, ponosząc pełną odpowiedzialność wobec osób trzecich. W przypadku dokonania w imieniu spółki czynności prawnej, bez pełnomocnictwa, przekroczy on zakres swoich uprawnień.

W Polsce - jak już wspomniano - publiczną emisję akcji mogą prowadzić tylko spółki akcyjne i komandytowo-akcyjne, stanowiące zbiór pretendentów, którym status prawny - przy zachowaniu dodatkowych wskazań formalnych - umożliwia pozyskania kapitału na rozwój za pośrednictwem giełdy. Tak jak spółek akcyjnych z roku na rok w Polsce przybywa a ich tendencję można zdecydowanie nazwać wzrostową, tak spółek komandytowo-akcyjnych od 2014 jest coraz mniej, a ich wzrosty mają tendencję ujemną (tabela 2.21).

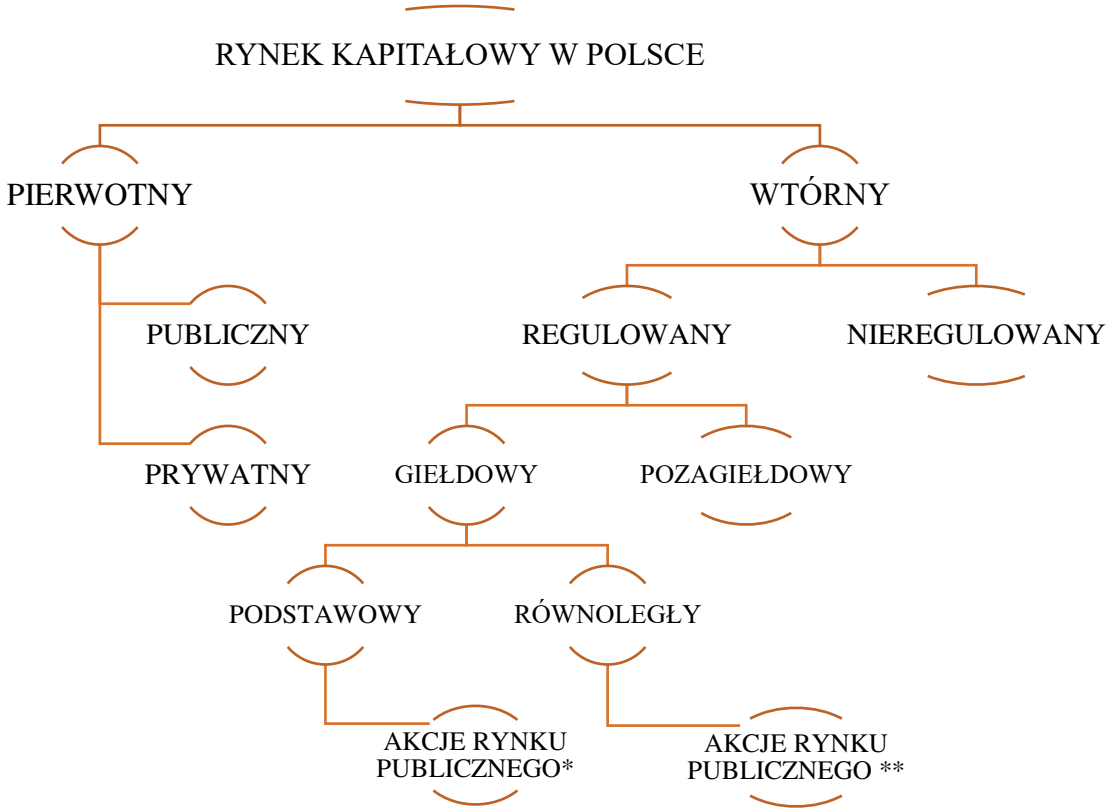
Tabela. 2.21 Liczba, srtuktura i tendencje wzrostu podmiotów gospodarczych w Polsce w latach 2000-2018

WYSZCZEGOLNIENIE	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*	2012	2013	2014**	2015**	2016**	2017**	2018***
OGÓŁEM	3 185 040	3 325 540	3 468 218	3 531 593	3 576 830	3 615 621	3 636 039	3 685 608	3 757 003	3 742 673	3 909 802	3 869 897	3 975 334	4 070 259	4 119 671	4 184 409	4 237 691	4 309 800	4 371 587
wzrost		4.41%	4.29%	3.27%	-0.13%	1.08%	0.56%	1.36%	1.94%	-0.38%	4.47%	-1.02%	2.72%	2.39%	1.21%	1.57%	1.27%	1.70%	1.43%
WEDLUG SEKTORÓW WŁASNOŚCI																			
sektor publiczny	98 917	110 910	120 593	129 315	134 513	137 597	138 769	139 505	124 528	120 488	121 948	121 871	123 506	122 759	122 079	121 768	121 931	115 075	114 352
						39.10%													
sektor prywatny	3 086 123	3 214 630	3 347 625	3 452 278	3 442 317	3 478 024	3 497 270	3 546 103	3 632 565	3 622 185	3 787 854	3 748 026	3 851 828	3 947 500	3 996 274	4 028 506	4 071 719	4 140 861	4 198 407
wzrost			4.14%	3.13%	-0.29%	1.04%	0.55%	1.40%	2.44%	-0.29%	4.57%	-1.05%	2.77%	2.48%	1.24%	0.81%	1.07%	1.70%	1.39%
WEDLUG WYBRANYCH FORM PRAWNYCH																			
Przedsiębiorstwa państwowe	2 268	2 054	1 951	1 736	1 306	1 029	913	572	363	289	246	194	177	165	160	151	144	142	140
SPÓŁKI HANDLOWE	159 660	177 085	196 681	208 753	220 162	230 588	243 338	258 299	268 942	283 712	303 040	322 474	348 952	382 526	413 813	456 910	501 056	537 273	553 133
		10.91%	11.07%	6.14%	5.47%	4.74%	5.53%	6.15%	4.12%	5.49%	6.81%	6.41%	8.21%	9.62%	8.18%	10.41%	9.66%	7.23%	2.95%
w tym z udziałem kapitału zagranicznego	43 737	45 765	47 352	48 973	51 503	54 336	57 782	61 546	63 871	65 831	68 325	70 958	74 729	78 926	83 552	bd	bd	bd	bd
wzrost		4.64%	3.47%	3.42%	5.17%	5.50%	6.34%	6.51%	3.78%	3.07%	3.79%	3.85%	5.31%	5.62%	5.86%	bd	bd	bd	bd
w odniesieniu do 2000		4.64%	8.27%	11.97%	17.76%	24.23%	32.11%	40.72%	46.03%	50.52%	56.22%	62.24%	70.86%	80.46%	91.03%	bd	bd	bd	bd
w odniesieniu do 2004						5.50%	12.19%	19.50%	24.01%	27.82%	32.66%	37.77%	45.10%	53.25%	62.23%	bd	bd	bd	bd
z tego:																			
SPÓŁKI KAPITAŁOWE	#ARG!	#ARG!	177 631	186 021	195 064	203 636	214 172	225 740	233 187	245 324	261 733	278 347	300 473	328 189	356 030	383 774	432 558	463 907	477 153
				4.72%	4.86%	4.39%	5.17%	5.40%	3.30%	5.20%	6.69%	6.35%	7.95%	9.22%	8.48%	10.60%	9.85%	7.25%	2.86%
spółki akcyjne	bd	bd	8 609	8 641	8 633	8 607	8 614	8 853	8 842	8 909	9 322	9 797	10 182	10 491	10 895	11 380	11 769	12 044	12 088
				0.37%	-0.09%	-0.30%	0.08%	2.77%	-0.12%	1.44%	3.94%	5.10%	3.93%	3.03%	3.85%	4.45%	3.42%	2.34%	0.37%
spółki z o.o.	bd	bd	169 022	177 380	186 431	195 029	205 558	216 887	224 345	236 355	252 411	268 550	290 291	317 698	343 135	382 394	420 789	451 863	465 065
SPÓŁKI OSOBOWE	#ARG!	#ARG!	#ARG!	#ARG!	25 098	26 952	29 166	32 559	35 755	38 383	41 307	44 127	48 479	54 337	57 783	63 136	68 498	73 366	75 990
						7.39%	8.21%	11.63%	9.82%	7.36%	7.60%	6.83%	9.86%	12.08%	6.34%	9.26%	8.49%	7.11%	3.56%
spółki partnerskie	bd	bd	418	581	730	849	971	1 086	1 203	1 317	1 428	1 621	1 775	1 922	2 046	2 150	2 249	2 333	2 354
spółki jawne	bd	bd	17 978	21 370	23 381	24 847	26 429	28 587	30 298	31 353	32 390	32 711	33 388	34 048	34 841	35 896	36 368	36 399	36 286
spółki komandytowe	bd	bd	645	763	964	1 213	1 657	2 632	3 737	5 004	6 439	8 282	10 500	12 658	15 652	20 391	25 647	30 654	33 458
spółki komandytowo-akcyjne	bd	bd	bd	bd	23	43	109	254	517	714	1050	1513	2816	5709	5244	4699	4234	3980	3882
						86.96%	153.49%	133.03%	103.54%	38.10%	47.06%	44.10%	86.12%	102.73%	-8.15%	-10.39%	-9.90%	-6.00%	-2.46%
Spółki cywilne	302 717	290 890	268 547	279 208	276 897	277 422	278 337	280 890	276 112	267 615	271 869	276 380	279 732	284 009	285 445	286 759	288 209	288 603	289 052
Spółdzielnie	19 011	18 812	18 682	18 548	18 435	18 303	18 200	18 128	17 352	17 193	17 156	17 067	17 155	17 422	17 605	17 501	17 633	17 684	17 621
Fundacje	5 175	5 639	6 169	6 967	7 724	8 400	9 119	9 812	10 409	11 305	12 444	13 617	15 219	17 098	19 304	22 356	24 877	27 015	27 914
Stowarzyszenia i organizacje społeczne	44 832	55 031	58 737	61 548	66 573	71 121	76 279	80 636	84 343	88 096	92 044	95 870	100 299	104 237	107 876	112 501	116 741	120 931	122 877
Osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą	2 500 952	2 600 127	2 714 118	2 795 860	2 763 380	2 776 459	2 765 345	2 787 650	2 845 321	2 815 617	2 942 965	2 871 457	2 917 272	2 961 733	2 963 239	2 972 144	2 968 786	3 001 353	3 043 282

Źródło: opracowanie własne na podstawie GUS z lata 2004-2018

2.3.2 Charakterystyka rynku kapitałowego w Polsce

Rynek kapitałowy jest miejscem, w którym spotykają się podmioty poszukujące środków finansowych z tymi, które posiadają ich nadwyżki i gdzie dochodzi do transakcji instrumentami finansowymi. Popyt kreowany jest przez przedsiębiorstwa, państwo, instytucje samorządowe i banki, natomiast podaż przez gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa, fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne i banki. Właściwe funkcjonowanie rynku finansowego zapewnia najtańsze pozyskiwanie środków finansowych oraz najlepsze możliwości ich lokowania. Instrumenty finansowe będące przedmiotem obrotu giełdowego to prawa majątkowe, z których wynikają dla nabywcy instrumentu uprawnienia do określonych korzyści majątkowych, które w myśl takiej definicji mogą oznaczać również stratę - uprawnienie może być mniej warte niż cena, która została za nie zapłacona (rysunek 2.11).



Rysunek 2.11 Schemat rynku kapitałowego w Polsce

Na* **rynek podstawowy *kwalifikowane są akcje rynku publicznego, mające nieograniczoną zbywalność, spełniające kryteria odpowiedniej wartości i rozproszenia, których emitenci ogłaszali sprawozdania finansowe za ostatnie trzy lata, a w stosunku do nich nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne.*

***Na* **rynek równoległy** *kwalifikowane są akcje rynku publicznego, mające nieograniczoną zbywalność, pod warunkiem, że w stosunku do ich emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne.*

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF[30]

[30] Segmenty rynku, do których przydzielane są akcje:

Klasyfikując sam rynek kapitałowy należy szczególnie wziąć pod uwagę następujące kryteria:

(1) przepływy finansowe (rynek pierwotny i wtórny)

(2) zorganizowanie rynku (giełdowy i pozagiełdowy)

(3) regulacje rynku (regulowany i nieregulowany).

Z punktu widzenia przepływów środków finansowych, które stanowią najważniejsze kryterium decyzyjności wśród przedsiębiorców, najważniejszym jest podział na rynek pierwotny i wtórny. Rynek pierwotny obejmuje nowe emisje papierów wartościowych. Środki finansowe pozyskiwane na tej drodze muszą być wykorzystane zgodnie z celem emisji akcji i zasilają konto spółki. Jest to najważniejszy segment rynku kapitałowego, ponieważ spółki decydują się w ten sposób na debiuty giełdowe i pozyskiwanie kapitału na rozwój za jej pośrednictwem. Jest to rynek obarczony również większym ryzykiem. Wycena akcji emitenta, który nie był wcześniej notowany jest zawsze trudniejsza do weryfikacji. Jednocześnie oznaczać to może potencjalnie większe możliwości zysków (Jajuga, 2007).

Na rynku wtórnym z kolei zawierane są transakcje pomiędzy inwestorami, którzy kupują i sprzedają papiery wartościowe będące już w obiegu. W wyniku tych transakcji spółki, których akcje cyrkulują, nie zyskują dodatkowego dofinansowania, a przepływy finansowe zawierane są jedynie pomiędzy inwestorami. W celu zapewnienia wiarygodności przeprowadzonych transakcji, rynek ten musi być płynny, a więc musi być przeprowadzana odpowiednia ich liczba tak, aby można było kupić i sprzedać papiery wartościowe w każdym momencie, bez wpływania na ich cenę. Zapewnia to efektywna korelacja popytu i podaży, którą najczęściej osiąga się poprzez standaryzację notowanych instrumentów, odpowiedni system notowań dla wszystkich inwestorów, szeroki dostęp do giełdy i akcjonariuszy.

Podział na rynek giełdowy i pozagiełdowy jest prostszy i obejmuje rynek giełdowy - giełdę papierów wartościowych, rynek pozagiełdowy – oraz transakcje pozostałe. Aby rynek mógł być nazywany giełdowym musi spełniać następujące założenia:

(1) transakcje muszą być zawierane w określonym miejscu i czasie

(2) warunki zawierania transakcji muszą być ściśle określone (przyjęty system notowań)

(1) Segment 250 PLUS – akcje spółek, których kapitalizacja przekracza 250 mln EUR
(2) Segment 50 PLUS – akcje spółek, których kapitalizacja wynosi od 50 do 250 mln EUR
(3) Segment 5 PLUS – akcje spółek, których kapitalizacja wynosi od 5 do 50 mln EUR
(4) Segment MINUS 5 – akcje spółek, których kapitalizacja nie przekracza 5 mln EUR

(3) informacje dotyczące zawieranych transakcji są upubliczniane (jawne kursy akcji i wartości obrotów)

(4) wymagania dotyczące notowanych instrumentów są w sposób precyzyjny określone (papiery wartościowe dopuszczone do obrotu muszą spełniać określone kryteria).

Szczegółowe warunki dopuszczenia do obrotu giełdowego akcji oraz innych instrumentów finansowych precyzuje Regulamin Giełdy (§3 i następne) oraz Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 maja 2010 roku w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku.

Na funkcjonującym, właściwym rynku pozagiełdowym, miejsce, czas i warunki dokonania transakcji mogą być każdorazowo zmieniane i zależą od stanowiska prezentowanego przez strony uczestniczące w procesie ich zawierania. Informacje dotyczące takich kontraktów mogą pozostawać niejawne, gdyż nie istnieje obowiązek ich upublicznienia. Transakcji można dokonywać papierami wartościowymi dowolnych emitentów. Jednakże, nie są one objęte nadzorem, stąd główny do nich dostęp mają bardzo duże instytucje - same dbające o bezpieczeństwo własnych zobowiązań i wynikających z nich transakcji.

Biorąc pod uwagę zamożność inwestorów, rynek kapitałowy dzieli się na regulowany i nieregulowany. Weryfikacja odbywa się poprzez dostępność oferty i minimalną kwotę inwestycji. Zgodnie z regulacjami Unii Europejskiej poza rynkiem regulowanym ofertę można kierować do mniej niż 100 osób (najczęściej dużych instytucji finansowych), a minimalna jednostkowa wartość papieru wartościowego wynosi 50 tys. EUR.

Rynek regulowany wyznaczają instrumenty spełniające określone wymogi, które dotyczą przede wszystkim publikacji informacji o emitencie danego instrumentu finansowego, ujawnieniu informacji o samym instrumencie oraz ryzyku inwestycyjnym, które związane jest z tym instrumentem. Te z nich, które spełniają wymogi, mogą być oferowane każdemu nabywcy, który na własną rękę i własne ryzyko dokonuje oceny i podejmuje decyzje inwestycyjne.

Działalność spółek handlowych regulują przepisy kodeksu handlowego. W momencie upublicznienia, dodatkowo prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi (ustawa o

ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych).[31]

Pod względem prawno-organizacyjnym rozróżnia się rynek kapitałowy publiczny i niepubliczny. Działalność ich precyzuje ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych. Art. 3 tej ustawy definiuje następująco:

”1. Ofertą publiczną jest udostępnianie, co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych.

2. Przedmiotem oferty publicznej dokonywanej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej nie mogą być papiery wartościowe emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu otwartego, inne niż fundusze zagraniczne, o których mowa w art. 2 pkt 9 ustawy z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. Nr 146, poz. 1546, z późn. zm.4).

3. Nie stanowi oferty publicznej akcji udostępnianie, co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o tych akcjach umożliwiających podjęcie decyzji o ich nabyciu lub objęciu, w ramach realizacji uprawnień inkorporowanych w innych papierach wartościowych, chyba że te inne papiery wartościowe nie były przedmiotem oferty publicznej” (Dz.U.2016.0.1639 - Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych).

Wyłączone z tego pojęcia jest oferowanie nabycia weksli i czeków, bankowych papierów wartościowych oraz instrumentów rynku pieniężnego o terminie realizacji praw do roku. Publiczny rynek kapitałowy cechuje powszechny dostęp do kapitału oferowanego zarówno przez inwestorów indywidualnych jak i instytucjonalnych. Oferta publiczna zapewnia lepszą ochronę inwestora przede wszystkim poprzez funkcję obowiązków informacyjnych spoczywających na emitencie, które muszą być spełnione do dnia złożenia wniosku o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym. Jednym z nich jest przedstawienie prospektu emisyjnego, który może mieć formę jednolitego dokumentu lub zbioru dokumentów (rejestracyjnych, ofertowych i podsumowujących). Prospekt ten musi zostać zatwierdzony

[31] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DZ.U. 2005. Nr 184, poz.1539.

przez Komisję Nadzoru Finansowego, która stanowi organ nadzoru nad rynkiem finansowym i udostępniony do publicznej wiadomości. Obowiązek ten nie dotyczy papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, a także niektórych papierów nieudziałowych emitowanych przez określone grupy emitentów (NBP, 2006, s.11). Dane zawarte w prospekcie emisyjnym stanowią jedno z ważniejszych źródeł umożliwiających podjęcie decyzji inwestycyjnych. Jest ona bowiem bazą wiedzy o spółce, zawiera dane dotyczące emisji (emitent jest zobowiązany wskazać czynniki ryzyka związane z zakupem akcji), przedstawia emitenta i osoby zarządzające spółką, prezentuje sprawozdania finansowe oraz informacje o działaniach i perspektywach emitenta. Skrócona wersja prospektu zostaje opublikowana w prasie.

Formy papierów wartościowych nie muszą mieć charakteru dokumentów, a mogą mieć inną istotę zapisu (komputerową). W obrocie prywatnym posiadacz może wykonać swoje prawa przedstawiając akcje. W obrocie regulowanym prawa do papierów wartościowych istnieją dopiero z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych, należącym do inwestora. Biura maklerskie wystawiają zaświadczenia umożliwiające akcjonariuszom uczestniczenie w zgromadzeniu akcjonariuszy. Za ich pośrednictwem dywidendy zasilają rachunki pieniężne inwestorów (właścicieli akcji). Rachunki papierów wartościowych indywidualnych inwestorów mogą być prowadzone przez spółki i banki prowadzące działalność maklerską. Za pośrednictwem domów maklerskich nabywane są akcje w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej. Za pośrednictwo w transakcjach mogą one pobierać opłaty (z tytułu otwarcia i prowadzenia rachunku papierów wartościowych, zleceń telefonicznych, zawierania transakcji za pośrednictwem Internetu). Najważniejszą opłatą są jednak prowizje od zawartych transakcji (im wyższa wartościowo transakcji tym niższa procentowo prowizja). Domy maklerskie zarządzają portfelem maklerskich instrumentów finansowych (np. jednostki uczestnictwa funduszy powierniczych, kontrakty terminowe, opcje). W praktyce oznacza to podejmowanie i realizację decyzji inwestycyjnych na rachunek zleceniodawcy w ramach pozostawionych przez niego środków pieniężnych i papierów wartościowych. Prowadzenie takiej usługi wymaga zawarcia odrębnej umowy w formie pisemnej. Zajmują się również doradztwem w zakresie obrotu maklerskimi instrumentami finansowymi dopuszczonymi do obrotu zorganizowanego (odpłatne lub nieodpłatne udzielanie pisemnej lub ustnej rekomendacji nabycia lub zbycia oznaczonych maklerskich instrumentów finansowych w oparciu o potrzeby i sytuację klienta, albo

powstrzymania się od zawarcia transakcji). Umowa na tego typu usługę wymaga formy pisemnej pod rygorem nieważności.

Innym rodzajem działalności doradczej jest działalność w zakresie maklerskich instrumentów finansowych z wyłączeniem instrumentów dopuszczonych do obrotu zorganizowanego. Domy maklerskie lub banki prowadzące działalność maklerską udzielają również pożyczek na zakup papierów wartościowych. Dla wielu inwestorów warunki takich pożyczek mogą być jednym z kryteriów wyboru biura maklerskiego. W obrocie regulowanym największą popularność zyskały akcje (zarówno nowych emisji spółek, których akcje są już w obrocie jak i zupełnie nowych) oraz obligacje skarbowe, które stają się coraz częściej wybieranym instrumentem finansowym dywersyfikującym portfel przedsiębiorstw (Bień, 2018a; Bień, 2018b).

2.3.3 Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jako potencjalne źródło finansowania mikro, małych i średnich przedsiębiorstw

Pierwsza giełda papierów wartościowych w Polsce, której przedmiotem handlu były przede wszystkim obligacje i weksle została otwarta w Warszawie 12 maja 1817 roku, a jej sesja trwała tylko godzinę (12:00-13:00). Została zamknięta z chwilą wybuchu II wojny światowej, a reaktywować próbowano ją w 1945 roku, jednak bezskutecznie, ponieważ nie istniała możliwość pogodzenia jej zasad funkcjonowania z systemem gospodarki centralnie planowanej. GPW została reaktywowana 16 kwietnia 1991 roku, „kiedy to na piątym piętrze dawnego gmachu Komitetu Centralnego Polskiej Zjednoczonej Partii Robotniczej (PZPR), odbyło się pierwsze notowanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW)[32]. Równocześnie trwały przygotowania do pierwszej sesji i prace remontowe, które zostały przerwane na czas historycznego otwarcia, w trakcie którego notowane były akcje pięciu spółek: Tonsilu, Exbudu, Krosna, Kabli i Próchnika. Pierwsze sesje odbywały się raz w tygodniu. Kursy akcji na podstawie otrzymywanych na kartkach zleceń określali pracownicy giełdy, a wszelkich obliczeń dokonywano wówczas na kalkulatorach. W kolejnym roku, 9 stycznia, wprowadzono drugą sesję giełdową, a 4 stycznia 1993 roku następną. Liczba spółek na giełdzie wzrosła w tym czasie czterokrotnie i rozpoczęto notowania obligacji państwowych. Wyniki notowań można było wówczas sprawdzić przy wykorzystaniu telegazety Polskiej Telewizji Państwowej (TVP). GPW nawiązała kontakty ze Światową Federacją Giełd oraz

[32] 12.04.1991 r. został podpisany akt założycielski spółki GPW, a oficjalne otwarcie miało miejsce 02.07.1991 r.

Europejską Federacją Giełdową. 22 kwietnia 1993 roku uruchomiono drugi parkiet, który był przeznaczony dla mniejszych przedsiębiorstw, niespełniających wszystkich wymogów przystąpienia do rynku giełdowego – rynek równoległy.

Lata 1994-1999 przyniosły wiele dynamicznych zmian na GPW: 16 kwietnia 1994 roku wprowadzono indeks WIG20 (indeks największych przedsiębiorstw), uruchomiono w telegazecie transmisję z dogrywki w czasie rzeczywistym, wprowadzono również czwartą i piątą sesję w tygodniu. Indeks rynku równoległego WIRR (obecnie sWIG80) został wprowadzony 3 stycznia 1995 roku, a pierwszych pięć spółek rozpoczęło notowania w systemie ciągłym w 1996 roku. Po rozpoczętej w 1994 roku prywatyzacji, w 1997 roku na parkiet giełdowy weszła setna spółka giełdowa, których pod koniec 1999 roku było ponad 200.

W roku 2000 finalizowano prace nad wprowadzeniem nowoczesnego systemu komputerowego. Notowania zostały wówczas upublicznione w czasie rzeczywistym w Internecie, a od 17 listopada obroty przeszły do nowego systemu giełdowego Warset. Został również utworzony segment SiTech (dotyczący spółek innowacyjnych technologii) i wprowadzony dla niego nowy indeks TechWIG. GPW nawiązała w 2001 roku współpracę z narodową Giełdą Litewską, a 14 października 2003 roku debiut odnotowała pierwsza spółka zagraniczna - Bank Austria Creditanstalt AG.

W późniejszych latach, dzięki wprowadzeniu zdecydowanych działań rozwojowych, zostały uruchomione kolejne instrumenty inwestycyjne: kontrakty terminowe, obligacje spółek, opcje na akcje, warranty, możliwość otwierania krótkich pozycji. W 2005 roku GPW rozpoczęła działania z udziałem pierwszego zdalnego członka giełdy (Fischer Partners Fondkommission AB), oraz podpisano umowę z pierwszym uczestnikiem programu WSE IPO Partner (ukraiński dom maklerski z siedzibą w Kijowie E-volution Capital.). W 2007 roku, po fali dwuletniej hossy, informacja o przyznaniu Polsce i Ukrainie organizacji Euro 2012, sprawiła, że indeks WIG osiągnął poziom 65 tys. punktów. Od 1 marca 2007 roku zostały wprowadzone nowe indeksy giełdowe: WIG40 i sWIG80. Miesiąc później nastąpiła nowa segmentacja na rynku regulowanym: 5 Plus, 50 Plus, 250 Plus, a od 30 sierpnia ruszył alternatywny system obrotu NewConnect.

System autoryzacji i obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi Catalyst powstał 30 września 2009 roku. Przeznaczony został zarówno dla rynku detalicznego, obsługiwanego poprzez dwie z czterech platform GPW S.A. (w formie rynku regulowanego i alternatywnego systemu obrotu), jak i hurtowego, którego obsługą zajmuje się BondSpot S.A. (dawniej: MTS CeTO S.A.). Platformy te przeznaczone są dla instrumentów dłużnych (skarbowych i

nieskarbowych). Od 15 kwietnia 2013 roku GPW dokonuje transakcji w oparciu o system UTP, spełniający najwyższe standardy światowe, który jest bardzo wydajny, skalowalny i szybki, umożliwiający obsługę kilkadziesiąt razy większej liczby zleceń w jednostce czasu (850 versus 20 000 zleceń na sekundę). Dzięki UTP GPW ma szanse zachęcić do inwestowania duże, globalne firmy inwestycyjne, stosujące techniki handlu algorytmicznego, które na świecie stanowią 40%-60% ogółu obrotów (gpw.pl, dostęp z 07.11.2016 r.).

Formalnie Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jest od 9 listopada 2010 roku spółką akcyjną, w której dominujący udział posiada Skarb Państwa. Jej udziałowcami są również banki i domy maklerskie, jednakże prawo dopuszcza możliwość występowania innych udziałowców" (Małecka, 2017a, s.34-43).

Uwarunkowania te zostają wskazane, celem zobrazowania przemian jakie miały miejsce w Polsce, której transformacja ustrojowa pozwoliła na ponowne zaistnienie rynku kapitałowego zaledwie 28 lat temu. Okres ten został dobrze wykorzystany przez zarządzających GPW, ponieważ obecnie cieszy się ona mianem najlepiej rozwijającej się w Regionie Europy Środkowej i Wschodniej (*ang. Central and Eastern Europe* CEE), notując na koniec marca 2019 roku 461 spółek (353 na rynku podstawowym i 108 na rynku równoległym, w tym odpowiednio: 42 i 9 podmiotów zagranicznych).

Działalność GPW regulowana jest poprzez następujące akty prawne: Kodeks Spółek Handlowych, ustawę o obrocie instrumentami finansowymi, Statut GPW, Regulamin GPW, szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego, regulamin Sądu Giełdowego. Jak każda spółka GPW posiada organy zarządcze: Walne Zgromadzenie Giełdy, Radę Giełdy, Zarząd Giełdy. Posiada udziały w innych spółkach, których główna działalność związana jest z obrotem papierami wartościowymi [33] oraz symboliczne udziały w innych giełdach światowych [34]. Bieżącą działalnością GPW kieruje Zarząd Giełdy, który między innymi: dopuszcza papiery wartościowe do obrotu giełdowego, określa zasady wprowadzania papierów wartościowych do obrotu oraz prowadzi nadzór nad działalnością maklerów i członków giełdy w zakresie działań przeprowadzonych na giełdzie. GPW w Warszawie działa w oparciu o trzy, główne i podstawowe zasady (Dz.U. 1991 nr 35 poz. 155):

(1) zasadę koncentracji podaży i popytu, poprzez zapewnienie jak najbardziej płynnego obrotu papierami wartościowymi - celem nadrzędnym giełdy jest bowiem zagwarantowanie -

[33] m.in.: Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A., KDPW_CCP S.A., Centrum Giełdowe S.A., Aquis Exchange Ltd.
[34] INNEX PJSC (10%) i S.C. SIBEX (1,3%).

za pośrednictwem dostępnych instrumentów finansowych - jak największego obrotu a nie uzyskiwanie najwyższych kursów notowań; nastawienie na maksymalizację notowań spowodowałoby ich rekordowe osiągi, jednak sprawiłoby również niemożliwość dokonywania transakcji większości inwestorów, szczególnie przy chęci popularyzacji giełdy, która w takim momencie przestałaby tworzyć dostępny dla większości rynek spotkania kupujących ze sprzedającymi, kreując rynek dostępny tylko dla elit finansowych

(2) zasadę bezpiecznego i sprawnego przebiegu transakcji i rozliczeń, aby przebieg transakcji był płynny i dostępny w każdym czasie

(3) zasadę udostępniania kluczowych informacji umożliwiających ocenę aktualnych wartości papierów wartościowych dopuszczanych do obrotu giełdowego.

Zarząd Giełdy każdorazowo przeprowadza szczegółową analizę sytuacji finansowej firm pretendendujących do statusu spółek giełdowych, dokonując audytu: sprawdzając jej płynność finansową, poziom zadłużenia (oceniając również sposób, w jaki są one finansowane), ocenia przedstawioną strategię firmy i plany inwestycyjne na najbliższe lata, a także doświadczenie i kwalifikacje kadry zarządzającej danej spółki, chcącej emitować papiery wartościowe (akcje, obligacje) czy inne instrumenty finansowe (opcje, kontrakty). Tak ostra i restrykcyjna selekcja zapewnia zarówno inwestorom jak i spółkom już funkcjonującym na parkiecie giełdowym bezpieczeństwo zawierania przyszłych transakcji. Ryzyko każdy podejmuje sam, jednakże na podstawie danych, które - jak starano się przedstawić - są weryfikowane i klasyfikowane przez specjalnie w tym celu powołane, uprawnione i kompetentne organy. Jakkolwiek akcje nie gwarantują nawet minimalnej stopy zwrotu, ani nie zapewnią tak dużej płynności finansowej jak banki, to jednak zyski, które można dzięki nim osiągać, są niewspółmiernie wyższe od dostępnych na innych rynkach finansowych. Aby mieć jednak satysfakcję, z takich działań, należy najpierw podjąć decyzję o inwestowaniu. Wówczas płynność i natychmiastowy dostęp do gotówki nie będzie stanowić najważniejszego kryterium wyboru, a benefity, które zostaną założone powinny zostać przekształcone w kapitał początkowy, czas inwestycji i dywersyfikację portfela zakupowego papierów wartościowych (zobacz: Płókarz, 2013; Nawrocki & Jabłoński, 2011; Perz 2008)" (Małecka, 2017a, s.34-43).

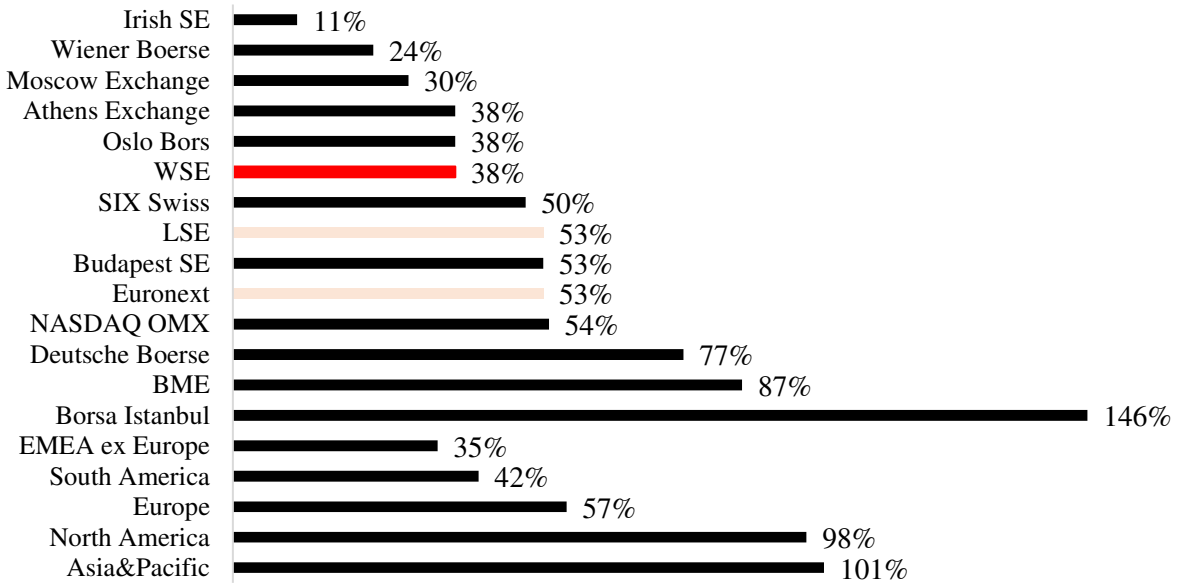
Transakcji dokonywać mogą podmioty prowadzące działalność maklerską, akcjonariusze giełdy i podmioty dopuszczone do działań na giełdzie, o których ogólnie mówi się jako o członkach giełdy (pośrednicy inwestorów i animatorzy). Transakcja giełdowa to umowa dotycząca przeniesienia praw własności dopuszczonych instrumentów finansowych, zlecana przez doradców inwestycyjnych, maklerów i ich asystentów.

Jak już wspomniano, specjalistycznymi instytucjami świadczącymi usługi pośrednictwa i doradztwa w zakresie zakupu i sprzedaży walorów notowanych na giełdzie papierów wartościowych lub innym rynku regulowanym są biura maklerskie. Działalność maklerska prowadzona jest na podstawie zgody wydanej przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd. Domy maklerskie między innymi: przyjmują i realizują zlecenia kupna i sprzedaży instrumentów finansowych, organizują oferty publicznej sprzedaży instrumentów finansowych, na zlecenie zarządzają portfelem instrumentów finansowych, a także prowadzą usługi doradcze. Makler papierów wartościowych (broker) pośredniczy pomiędzy inwestorem a rynkiem w transakcjach kupna i sprzedaży papierów wartościowych (np. akcji czy obligacji), w zamian za prowizję (wynagrodzenie ustalane w procentach od wartości transakcji). Może być osobą prawną, fizyczną lub jednostką organizacyjną, nie posiadającą osobowości prawnej. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. (KDPW) jest centralną instytucją odpowiedzialną za prowadzenie i nadzorowanie systemu depozytowo-rozliczeniowego w zakresie obrotu instrumentami finansowymi w Polsce, który przyjmuje formę całkowitej dematerializacji - rejestrację papierów wartościowych oraz rozrachunków transakcji na rynku regulowanym i poza rynkiem regulowanym mają obecnie formę elektroniczną (m.in. na GPW, BondSpot, NewConnect, Catalyst). W roli akcjonariuszy występują: Skarb Państwa, Giełda Papierów Wartościowych S.A. oraz Narodowy Bank Polski. Od listopada 1994 roku KDPW funkcjonuje w charakterze spółki akcyjnej (wcześniej, od 1991 roku funkcjonował jako dział Giełdy Papierów Wartościowych). Pracę giełdy wspierają animatorzy rynku, będący członkami giełdy, którzy zawarli z GPW umowę, dotycząca zgłaszania na stałe ofert kupna lub sprzedaży danego instrumentu finansowego na własny rachunek. Animator emitenta to członek giełdy, który zawarł z emitentem umowę, zobowiązując go do podtrzymywania płynności danego instrumentu finansowego.

Polski rynek kapitałowy od ponownej reaktywacji był przede wszystkim doskonałym narzędziem dużych prywatyzacji, jednakże jego priorytetowym celem działalności powinno być pozyskiwanie nowych, prywatnych emitentów. Sektor MSP zaczął być postrzegany w aspekcie potencjału innowacyjności, która systematycznie wzrasta, a w której GPW dostrzega atrakcyjnej możliwości finansowania za swoim pośrednictwem.

Antynomia działań gospodarczych pobudzających zainteresowanie giełdą wydaje się być obligatoryjna. Element zmiany, jawi się jako konieczność, która powinna być wdrażana dwutorowo, angażując zarówno przedsiębiorców jak i instytucje finansowe, tworząc instrumenty ułatwiające dostęp do wiedzy i zrozumienia działania mechanizmu rynku

kapitałowego, który powinien być narzędziem zarówno rozpoznawalnym jak i rozważanym przez małych i średnich przedsiębiorców, poszukujących efektywnych źródeł finansowania. Należy podkreślić, iż przesunięcie zaangażowania finansowego poprzez dywersyfikację portfeli przedsiębiorstw przyczyniłoby się do rozwoju gospodarki, weryfikując jednocześnie pozycję rynku pieniężnego i działania banków, będących jego główną instytucją finansową. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jest relatywnie młodą giełdą w Europie, a jednocześnie najszybciej rozwijającą się w swoim regionie ekonomiczno-gospodarczym (CEE). Najbliżej położonej konkurencji należy upatrywać w Londynie, jednakże wyniki Londyńskiej Giełdy Papierów Wartościowych (LSE) są spektakularnie wyższe. Uwagę zwracają wartości obrotów giełdy znajdującej się najbliżej wschodniej granicy - w Moskwie - której z kolei osiągnięcia są na niższym poziomie niż GPW (wykres 2.7).



Wykres. 2.7 Tempo obrotów wybranych giełd świata

Źródło. Małecka 2018d, za GPW, 2015, s.6

Ważnym z punku funkcjonowania giełd jest rynek pierwotny, na którym dokonuje się zasilenia emitenta papierów wartościowych w kapitał. Oznacza to, iż ich nabycie proponuje bezpośrednio emitent lub submitent usługowy. Istnieją dwie możliwości organizacji takiego rynku:

(1) pojawia się on w momencie powstawania spółki akcyjnej, kiedy to w akcie założycielskim założyciele i/lub pierwsi akcjonariusze deklarują objęcie pewnej liczby akcji

(2) w momencie gdy spółka decyduje się na przeprowadzenie dodatkowej emisji w celu pozyskania środków na rozwój spółki (niezbędną jest wówczas uchwała walnego zgromadzenia akcjonariuszy) (NBP, 2006, s.5).

W obu przypadkach emisje muszą być zarejestrowane przez sąd rejestrowy. Występują tutaj dodatkowe regulacje mające na celu ochronę zarówno potencjalnych inwestorów jak i emitentów, uwzględniające jak najlepszy dostęp do kapitału. Stąd podział na ofertę publiczną i niepubliczną.

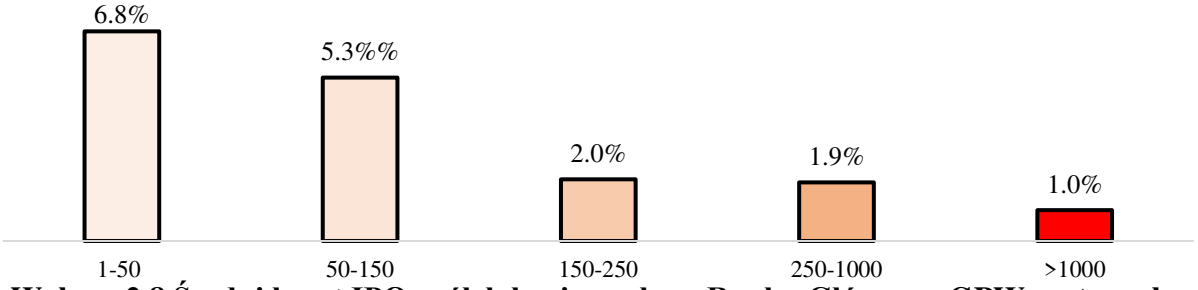
Ofertę publiczną regulują dodatkowo, m.in. ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. W obu przypadkach akcjonariuszy chronią przepisy Kodeksu Spółek Handlowych. Najbardziej powszechnymi przykładami obrotu na rynku pierwotnym jest emisja nowych akcji, wynikająca z oferty spółek giełdowych, lub oferta dotycząca obligacji Skarbu Państwa.

Giełda, wypełniając podstawowe funkcje publicznego rynku kapitałowego ma istotne znaczenie dla przepływów kapitałowych i rozwoju gospodarek w ujęciu krajowym i globalnym (zobacz: Płókarz, 2013; Gilson & Black, 1997). Statystyki w sposób jednoznaczny pokazują, jak ważnym jest czynnik przetrwania przedsiębiorstw, aby mogły one w pełni korzystać z rynku kapitałowego, szczególnie z pierwszej oferty publicznej (*ang. Initial Publing Offering*) (IPO). Musi on być wiarygodnym, gdyż jest jednym z elementów koniecznych do spełnienia, aby móc pretendować do statusu umożliwiającego współpracę z giełdą i pozyskania kapitału na rozwój za jej pośrednictwem (Małecka 2015a, s.496-507; Małecka 2015c, s.39). Nie jest to również bez znaczenia dla rynku NewConnect (zobacz również: Kordela, 2013).

Faza życia przedsiębiorstwa umożliwia mu pozyskanie kapitału na rozwój za pośrednictwem giełdy, korzystając z rynku publicznego, w formie pierwszej oferty publicznej (IPO), oznaczającej pierwszą emisję akcji przedsiębiorstwa. Status spółki giełdowej zwiększa wiarygodność przedsiębiorstwa, a przez co i jego konkurencyjność rynkową. Pierwsza publiczna oferta daje możliwości pozyskiwania kapitału poprzez dostęp do inwestorów, którymi mogą być zarówno indywidualne jednostki jak i wszelkiego rodzaju fundusze (emerytalne, inwestycyjne, venture capital, itp).

Brak znajomości zasad i wysokości kosztów pozyskania kapitału za pośrednictwem giełdy, skutecznie zniechęca do wyboru tej opcji w momencie zaistnienia niedoborów finansowych w przedsiębiorstwach poszukujących dofinasowania. Badania GPW

przeprowadzone „na podstawie raportów spółek, wykazały, iż wartość średniego kosztu IPO spółek krajowych, na rynku głównym, w stosunku do wartości oferty, która została na tym rynku dopuszczona do obrotu, jest niższa, niż koszt kredytu bankowego. Procentowe wartości w zależności od przedziału wielkości pozyskanego kapitału wahają się pomiędzy 6.8% a 1.0% i zależą od wielkości emisji (wykres 2.8). Należą do nich również koszt przygotowania i przeprowadzenia oferty związane z wynagrodzeniem dla domu maklerskiego. Koszty sporządzenia oferty bankowej w badanym okresie wahały się od 4.7%-6.7%, do czego należy doliczyć prowizję bankową na poziomie do 2%. Im wyższa wartość kapitału, tym udział kosztów jest mniejszy, ponieważ części wspólne kosztów w większości są takie same: prospektu emisyjnego (w tym koszty doradztwa finansowego i prawnego), koszt promocji oferty oraz - w przypadku zawarcia umowy o subemisję - wynagrodzenie subemitenta. Minimalny koszt bezpośredni, kształtuje się na poziomie 150 000 PLN (ipo.pl, 17.05.2015).



Wykres 2.8 Średni koszt IPO spółek krajowych na Rynku Głównym GPW w stosunku do wartości oferty w latach 2003-2014

Źródło: Małecka, 2015b, s.355

Dla porównania prezentowanych wartości, w 2005 roku średni koszt pozyskania kapitału to ok. 8.0% sumy pozyskanej z emisji. Badania publikowane przez bankier.pl wykazują, iż najniższy koszt w badanej grupie dziesięciu najmniejszych pod względem kapitalizacji spółek (Pc Guard, Spray, Ząbkowice-erg, Travelplanet.pl, Emc Instytut Medyczny, Zetkama, Variant, Śrubex, Idm.pl S.A., Atlanta) wyniósł 4.28% (bankier.pl, 17.05.2015). Jak podaje GPW koszty te uległy zdecydowanemu obniżeniu (tabela 2.22).

Tabela 2.22 Relacja kosztów bezpośrednich emisji do wartości całej oferty publicznej [nowe i sprzedawane akcje łącznie]

Wartość emisji oferty publicznej [mln PLN]	<50	[50-150)	[150-250)	[250-350)	>350
Koszty [%]	5.09	4.5	4.51	3.18	1.47

Źródło: ipo.pl, 17.05.2015 r. ; Małecka, 2015b

Tendencja zniżkowa znalazła swoje odzwierciedlenie również w 2010 roku - średni koszt pozyskania kapitału wyniósł 7.8% przy emisji walorów o łącznej wartości 1.5 mld PLN.

W tym samym okresie oferty sprzedaży dotyczące akcji spółek Skarbu Państwa: Tauron, PZU, GPW, o wartości łącznej 13.5 mln PLN, kosztowały około 0.5%. (zobacz: Adamczyk, 2011)" (Małecka, 2015b, s.354-455).

Reasumując rynek podstawowy to rynek, na którym zgodnie z Regulaminem Giełdy notowane są akcje firm, spełniających między innymi następujące kryteria:

(1) sporządziły odpowiedni dokument informacyjny dotyczący działalności, zatwierdzony przez właściwy organ nadzoru, tzw. prospekt emisyjny (obowiązek ten nie dotyczy papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, a także niektórych papierów nieudziałowych emitowanych przez określone grupy emitentów)

(2) nie toczy się w stosunku do nich postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne

(3) zbywalność ich akcji nie jest ograniczona

(4) wszystkie wyemitowane akcje danego rodzaju zostały objęte wnioskiem o dopuszczenie do obrotu giełdowego

(5) wartość akcji objętych wnioskiem lub kapitałów własnych emitenta stanowi równowartość w złotych co najmniej 5 mln EUR

(6) akcje objęte wnioskiem znajdujące się w rękach akcjonariuszy, z których każdy posiada nie więcej niż 5% ogólnej liczy głosów w walnym zgromadzeniu

(7) stanowią co najmniej 15% wszystkich akcji spółki lub

(8) znajduje się co najmniej 100 tys. akcji o łącznej wartości wynoszącej w złotych równowartość co najmniej 1 mln EUR, liczonej według ostatniej ceny sprzedaży lub ceny emisyjnej

(9) emitent publikował sprawozdania finansowe wraz z opinią podmiotu uprawnionego do ich badania (biegły rewident) przez co najmniej trzy kolejne lata obrotowe poprzedzające złożenie wniosku o dopuszczenie do giełdowej emisji akcji; alternatywnie: spółka podała do publicznej wiadomości, informacje umożliwiające potencjalnym inwestorom ocenę jej sytuacji finansowej i gospodarczej, a także szacowanie ryzyka (zobacz: Regulamin Giełdy, dostęp z 12.03.2019 r. https://www.gpw.pl/pub/files/PDF/regulacje/regulamin-gpw.pdf).

Jak już wspomniano, przygotowania do pierwszej oferty publicznej (IPO) mogą rozpocząć wyłącznie przedsiębiorstwa o statusie spółek akcyjnych bądź komandytowo-akcyjnych, wobec których wymagane jest przeprowadzanie szczegółowych analiz finansowych oraz określonych parametrów emisji akcji. Przyczyniają się do tego: zwiększenie transparentności, wprowadzenie ładu korporacyjnego i jawności finansowej – przez co

następuje podniesienie wiarygodność i wyceny rynkowej przedsiębiorstwa (Mikołajek-Gocejna, 2008; zobacz także: Abdou i Dicle, 2007, s.63-89; Ritter i Welch, 2002, s.1795-1828).

Rynek równoległy określają mniej restrykcyjne wymogi ze względu na to, iż dedykowany jest on głównie spółkom mniejszym, które w sposób jednoznaczny nie są w stanie spełnić przyjętych kryteriów dopuszczenia do rynku podstawowego. W ten sposób GPW zachęca firmy z sektora małych i średnich przedsiębiorstw do pozyskania kapitału na rozwój (zobacz: Kołosowska, 2013; Bień, 2008a). Potencjalny emitent powinien:

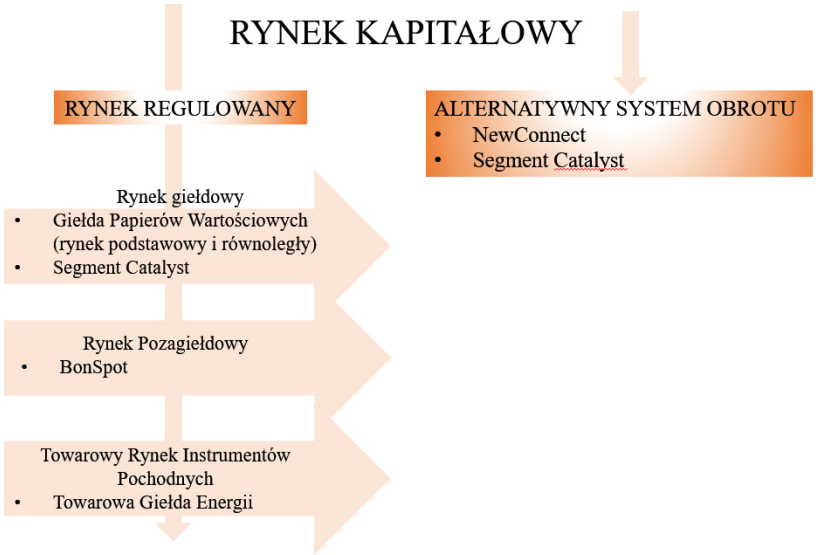
(1) sporządzić odpowiedni dokument informacyjny dotyczący działalności, który został zatwierdzony przez właściwy organ nadzoru

(2) nie może toczyć się w stosunku do niego postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne

(3) powinna istnieć nieograniczona zbywalność jego akcji.

2.3.4 Alternatywne platformy obrotu jako źródło finansowania mikro, małych i średnich przedsiębiorstw

Rynek kapitałowy, którego główną instytucją jest giełda - w Polsce Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie - można podzielić na dwa główne segmenty: rynek regulowany i alternatywny system obrotu (ASO). GPW obejmuje przede wszystkim dwa systemy rynkowe: rynek podstawowy i rynek równoległy, a od 30 sierpnia 2007 roku - w ramach alternatywnego systemu obrotu - prowadzona jest platforma NewConnect (rysunek 2.12).



Rysunek 2.12 Struktura rynku kapitałowego w Polsce
Źródło: opracowane własne na podstawie danych GPW, Małecka, 2017a, s.40

ASO stanowi symplifikację formy pozyskania kapitału na rozwój w relacji z rynkiem głównym, szczególnie w zakresie wymogów rynku regulowanego. Powstał na przykładzie

rynku brytyjskiego i jest dedykowany małym i średnim przedsiębiorcom, działającym w sektorze nowych technologii, mediów elektronicznych, biotechnologii, źródeł energii alternatywnej, itp., których działalność oparta jest głównie na aktywach niematerialnych. Praktyka notowań NewConnect dowodzi jednak, iż nie jest to warunek konieczny umożliwiający debiut, ponieważ dopuszczane do obrotu są firmy z innych sektorów, zainteresowane pozyskaniem źródła finansowania za pośrednictwem giełdy, które nie spełniają wszystkich wymogów rynku podstawowego, a ich wycena ekspercka jest perspektywiczna. Bardziej dogodne warunki w postaci emisji prywatnej, brak wymogu sporządzenia prospektu emisyjnego, skrócony czas historii finansowej sprawiły, iż rynek ten stał się atrakcyjną formą finansowania mniejszych podmiotów gospodarczych. Do najważniejszych udogodnień należą:

(1) brak obowiązku składania raportów kwartalnych, koniecznych w przypadku IPO

(2) możliwość składania raportów półrocznych bez audytu i uwzględnieniu tylko wybranych informacji

(3) swoboda wyboru standardów rachunkowości spośród uznawanych w skali międzynarodowej, bądź takich, które wynikają z siedziby spółki (zobacz: Małecka, 2017b, s.540-552; Poznańska, 2014a; Kordela, 2013).

Należy podkreślić, iż przedsiębiorstwa notowane na NewConnect zobowiązane są do prowadzenia sprawozdawczości między innymi w zakresie:

(1) sporządzenia i prezentacji raportów bieżących

(2) sporządzania i prezentacji raportów rocznych, zweryfikowanych przez audytorów

(3) przestrzegania zasad ładu korporacyjnego (Małecka, 2016a, s.11-24).

W alternatywnym systemie obrotu mogą funkcjonować następujące instrumenty finansowe: (1) zdematerializowane akcje, (2) prawa do akcji i poboru, (3) kwity depozytowe, obligacje (z wykluczeniem Skarbu Państwa i NBP), (4) inne instrumenty dłużne i udziałowe papiery wartościowe emitowane na podstawie stosownych przepisów prawa polskiego lub obcego, które zostały dopuszczone do tego obrotu (zobacz: Mosionek-Szweda, 2014, s.87-105; Kołosowska, 2013; Kordela, 2013)" (Małecka, 2017a, s.34-43).

Jednym z ważniejszych liderów światowych, dedykowanych również małym i średnim przedsiębiorcom jest londyński odpowiednik NewConnect – AIM. Struktury regulujące działalność tej platformy należącej do London Stock Exchange (LSE), są bardzo zbliżone zakresem wykonywanych zadań i odpowiedzialności do systemu polskiego. Krajowa Izba Rozliczeniowa (KIR) pełni w Polsce nadzór nad transakcjami a Krajowy Depozyt Papierów

Wartościowych (KDPW) nadzoruje systemy depozytowo-rozliczeniowe. Odpowiednikiem brytyjskim jest London Clearing House Limited and Clearnet (LC) i Euroclear. Istnieją również instytucje państwowe pełniące nadzór nad segmentami rynku w Polsce: Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG), Komisja Nadzoru Bankowego (KNB), Komisja Nadzoru Ubezpieczę i Funduszy Emerytalnych (KNUiFE) raz Generalny Inspektor Informacji Finansowej (GIIF). Instytucją regulującą segment usług finansowych w Wielkiej Brytanii, odpowiadającą bezpośrednio przed Parlamentem jest Financial Service Authority (FSA) (Małecka, 2017c, s.1-9).

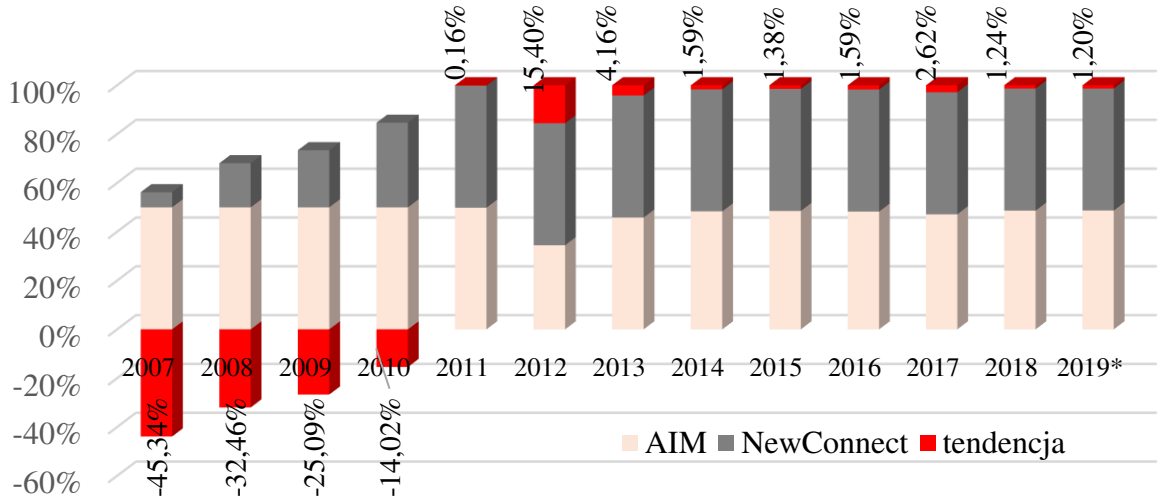
Inwestorzy współpracujący z dwiema platformami, spotykają bardzo zbliżone środowiska inwestycyjne. Dokonano w związku z tym porównania osiągnięć tych dwóch platform AIM i NewConnect, jako źródeł pozyskiwania kapitału na rozwój przez mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa. Dane nie mogły być porównane w sposób bezpośredni, bowiem otwarcia rynków obu platform dzieli 8 lat. Zestawiono zatem wyniki osiągane w pierwszych pięciu latach działalności obu parkietów, podejmując próbę wyznaczenia wspólnych trendów i różnic wypracowanych rezultatów działalności. Zgodnie z wynikami badań własnych dysproporcje są zauważalne i zasadnicze, zarówno co do liczby listowań oraz ich kapitalizacji, zarówno w zakresie rynku pierwotnego (IPO), jak i alternatywnego (AIM, NewConnect) (tabela 2.23).

Tabela. 2.23 Liczba spółek i tempo ich wzrostu po 8 latach działalności AIM i NC

LSE						
LICZBA SPÓŁEK						
LATA	Rynek główny			AIM		
	Spółki			Spółki		
	krajowe	międzynarodowe	razem	krajowe	międzynarodowe	razem
1999	1945	499	2444	325	22	347
2007	1239	341	1580	1347	347	1694
2015	975	293	1268	859	207	1066
DYNAMIKA WZROSTU PO 8 LATACH DZIAŁALNOŚCI PRAKIETU AIM 1999 = 100.000 [w%]						
2007	63.70	68.34	64.65	414.46	1577.27	488.18
GPW						
LICZBA SPÓŁEK						
LATA	Rynek główny			NewConnect		
	Spółki			Spółki		
	krajowe	międzynarodowe	razem	krajowe	międzynarodowe	razem
1999	221	0	221			
2007	328	23	351	24	0	24
2015	424	52	476	421	10	431
DYNAMIKA WZROSTU PO 8 LATACH DZIAŁALNOŚCI PRAKIETU NC 2007 = 100.00 [w%]						
2015	129.27	226.09	135.61	1754.17	1000.00	1795.83

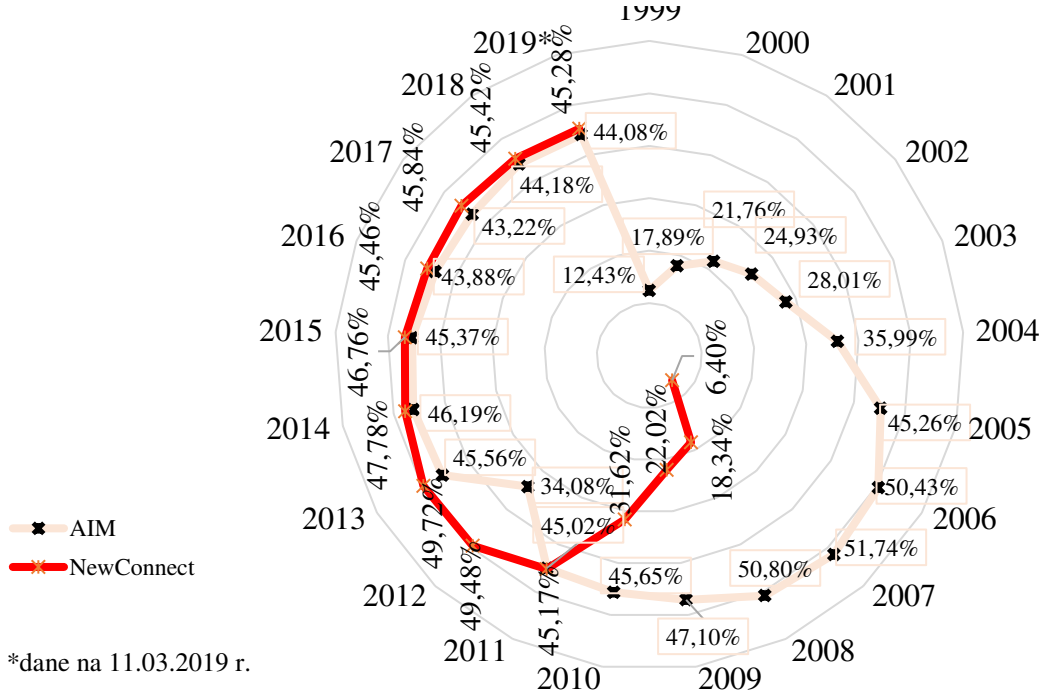
Źródło: badania własne na podstawie gpw.pl, newconnect.pl, londonstockexchange.com, dostęp z 11.02.2019 r.

Pomimo, iż spółek na parkiecie zarówno głównym jak i alternatywnym w Londynie było w 2007 roku zdecydowanie więcej (odpowiednio: cztero- i pół i czterokrotnie), udziały ilościowe spółek notowanych na rynkach alternatywnych AIM i NewConnect obu giełd są od kilku lat na porównywalnym poziomie (2019*, 2018, 2017, 2016, odpowiednio LSE i GPW: 44.08%, 45.28%, 44.18%, 45.42%; 43.22%, 45.84%, 43.88%, 45.46%). Natomiast ich tendencja od 2011 roku została wyznaczona jako wzrostowa dla NewConnect (wykres 2.9 i 2.10).



Wykres 2.9 Tendencja AIM i NewConnect liczby spółek giełdowych w latach 2007-2019 [w%]

*dane na 11.03.2019 r.
Źródło: badania własne na podstawie gpw.pl, newconnect.pl, londonstockexchange.com, dostęp z 11.02.2019 r.



*dane na 11.03.2019 r.

Wykres 2.10 Udziały liczby notowań na AIM i NewConnect w latach 1999-2019
Źródło: badania własne na podstawie gpw.pl, newconnect.pl, londonstockexchange.com, dostęp z 11.02.2019 r.

Porównując kapitalizację, za rok bazowy powinien być przyjęty pierwszy rok działalności każdego z parkietów: AIM 1995 = I, NewConnect 2007 = I. Dostępne statystyki dotyczące lat 1995-1998 posiadają jednak ograniczoną wartość poznawczą, dlatego przyjęto dla AIM 1999 = I, a dla NewConnect 2011 = I. Kolejne utrudnienie stanowiła waluta analizowanych danych. LSE publikuje bowiem dane w bilionach funtów szterlingów, natomiast GPW w milionach PLN i EUR. Do porównania użyto funtów (GBP), a przelicznik stanowiły tabele kursów średnich NBP, na ostatni dzień każdego analizowanego roku (tabela 2.24).

Tabela 2.24 Wartość kapitalizacji i jej wzrosty na AIM i NewConnect w kolejnych latach działalności [w bn BGBP]

WARTOŚĆ KAPITALIZACJI [w bn GBP]							
LATA	Podstawowy	AIM	razem	LATA	Podstawowy	NewConnect	Razem
1999	5397.60	13.47	5411.07	2011	122.01	1.59	123.60
2000	5322.50	14.94	5337.44	2012	146.46	2.16	148.62
2001	4103.90	11.61	4115.51	2013	168.74	2.10	170.83
2002	3049.50	10.25	3059.75	2014	229.28	1.60	230.88
2003	3330.60	18.36	3348.96	2015	210.99	1.50	212.48
2004	3432.30	31.75	3464.05	2016	216.88	1.90	218.78
2005	4035.60	56.62	4092.22	2017	293.58	1.95	295.53
2006	4305.60	90.67	4396.27	2018	235.62	1.54	237.16
2007	4225.90	97.56	4323.46	2019*	242.83	1.85	244.68
2008	2897.20	37.73	2934.93				
2009	3527.00	56.63	3583.63				
2010	3954.90	79.42	4034.32				
2011	3602.70	62.21	3664.91				
2012	3768.90	61.75	3830.65				
2013	4174.50	75.93	4250.43				
2014	3965.10	71.41	4036.51				
2015	3876.20	73.08	3949.28				
2016	4497.50	80.81	4578.31				
2017	4413.30	106.88	4520.18				
2018	3689.69	91.25	3780.94				
2019*	3767.55	96.17	3863.73				
TEMPO WZROSTU ROK I = 100.00 [w%]							
I	100.00	100.00	100.00	I	100.00	100.00	100.00
II	77.10	77.72	77.11	II	115.21	97.23	114.95
III	74.31	88.33	74.35	III	135.88	76.40	135.15
IV	109.22	179.07	109.45	IV	92.02	93.49	92.03
V	103.05	172.96	103.44	V	102.79	127.20	102.96
WARTOŚĆ KAPITALIZACJI NA 1 SPÓŁKĘ ROK I = 100.00[w bn GBP]							
I	2.209	0.005	1.034	I	0.235	0.129	0.083
II	2.213	0.005	1.001	II	0.263	0.112	0.088
III	1.814	0.004	0.799	III	0.302	0.085	0.100
IV	1.438	0.004	0.619	IV	0.195	0.104	0.067
V	1.719	0.007	0.723	V	0.216	0.142	0.075
TEMPO WZROSTU NA SPÓŁKĘ ROK I = 100.00 [w%]							
I	100.00	100.00	100.00	I	100.00	100.00	100.00
II	100.21	105.67	96.81	II	112.05	87.14	105.96
III	81.98	78.74	79.81	III	114.80	76.12	114.08
IV	79.28	90.42	77.49	IV	64.70	121.42	66.71
V	119.47	187.85	116.87	V	110.53	137.27	112.12

Źródło: badania własne na podstawie gpw.pl, newconnect.pl, londonstockexchange.com, dostęp z 11.02.2019 r.

Kapitalizacja spółek na NewConnect jest mniejszej wartości w porównywanym okresie (prawie pięćdziesiąt trzy krotnie), jednakże tempo wzrostu nie wykazuje jednorodnej tendencji. Główną tego przyczynę stanowią wartości osiąganych kapitalizacji, ponieważ mimo, iż w przeliczeniu na jedną spółkę wyniki są bardziej dynamiczne, w wartościach nadal nieporównywalne. Oznacza to, iż zarówno z rynku podstawowego LSE (IPO) jak i alternatywnego (AIM) możliwość pozyskania kapitału na rozwój jest o wiele wyższa. Analizując koszt pozyskania kapitału w Londynie, należy zaznaczyć, iż proceduralnie związany jest on z o wiele wyższymi kwotami niż w Warszawie. Średnio przy emisji akcji wynoszącej 10 mln PLN w Warszawie, koszy wejścia szacowane są na 10%, a na AIM 25%. Zmienia się to w zależności od wielkości emisji, jednakże nieproporcjonalnie, ze względu na poziom kosztów stałych, i tak, przy 40 mln PLN wynosić ona będzie odpowiednio: na GPW 4% a LSE 12.25% (e.gospodarka.pl, dostęp z 12.03.2019 r.). Uzyskane wyniki wykazują zatem, iż IPO jest zdecydowanie tańszym rozwiązaniem, niż NewConnect, jednocześnie będąc rynkiem o zdecydowanie większych wymaganiach i regulacjach, zarówno co do formalności, sprawozdawczości, jak i wieku przedsiębiorstwa, zatem w kryteriach będących koniecznymi do współpracy z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie (zobacz też: Małecka, 2017b, s.540-552; Poznańska, 2014a; Płókarz, 2013;Bień, 2008; Ritter & Welch, 2002).

Powstaje zatem pewnego rodzaju luka badawcza związana z możliwością występowania utraconych szans przez przedsiębiorstwa z Polski, które poprzez brak współpracy z rynkiem kapitałowym, pozostają niedokapitalizowane, na poziomie niższym niż mógłby być oczekiwany przy rodzimym, najlepiej rozwiniętym rynku kapitałowym w regionie CEE.

Od 30 września 2009 roku w Polsce działa system autoryzacji i obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi, który przeznaczony został zarówno dla rynku detalicznego, obsługiwany poprzez dwie z czterech platform GPW S.A. (w formie rynku regulowanego i alternatywnego systemu obrotu), jak i hurtowego, którego obsługą zajmuje się BondSpot S.A.(dawniej: MTS CeTO S.A.) - Catalyst. Platformy te przeznaczone są dla instrumentów dłużnych (skarbowych i nieskarbowych). Ich główny cel to przyciągnięcie inwestorów poszukujących - przy umiarkowanym poziomie ryzyka - przedsięwzięć o wysokiej rentowności, a dogodniejsze procedury mają zachęcić spółki do emitowania obligacji. Poprzez emisję, a następnie autoryzację i notowanie obligacji korporacyjnych, forma ta zyskała status bezpiecznej, o transparentnych finansach i umiarkowanym ryzyku (zobacz: Bielawska & Pawłowski, 2014, s.27-40).

Rozdział III
METODYKA BADAŃ
3.1. Istota i zarys problematyki badawczej

Małe i średnie przedsiębiorstwa wytwarzają obecnie 50% polskiego PKB. Zatrudniają 2/3 pracujących w przedsiębiorstwach ogółem. Te dwa główne argumenty opatrzone szczegółowymi statystykami dotyczącymi tego sektora, stanowią kanwę do przeprowadzenia dalszej analizy dotyczącej możliwości rozwoju przedsiębiorstw tej wielkości w Polsce, szczególnie z uwzględnieniem i na tle ich osiągnięć oraz dynamiki prezentowanej w Unii Europejskiej. Analiza danych za 2018 rok wykazała, iż 90% firm sklasyfikowanych jako mikro, mali lub średni przedsiębiorcy, nadal prowadzi działalność gospodarczą jako osoby fizyczne, tylko 10% z nich to osoby prawne i jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej (GUS, 2018). Z ponad 4 mln przedsiębiorstw działających w Polsce, 70% stanowią osoby fizyczne, a ich udział choć bardzo powoli, jednak systematycznie spada, dostosowując statystyki do średniej unijnej (tabela 3.1)

Tabela 3.1 Udział osób fizycznych wśród podmiotów gospodarczych zarejestrowanych w Polsce w latach 2001-2018 [w %]

LATA								
2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
UDZIAŁ								
78.19	78.26	78.06	77.26	76.79	76.05	75.64	75.73	75.23
LATA								
2010	2011*	2012	2013	2014**	2015**	2016**	2017**	2018***
UDZIAŁ								
75.27	74.20	73.38	72.77	71.88	71.03	70.06	69.64	69.62

** Na spadek liczby podmiotów w 2011 r. miała wpływ aktualizacja rejestru REGON w oparciu o informacje o osobach zmarłych uzyskane z rejestru PESEL oraz aktualizacja w oparciu o informacje z Krajowego Rejestru Sądowego o podmiotach wykreślonych z KRS*

*** W podziale na sektory własności - bez podmiotów, dla których informacja o formie własności nie występuje w rejestrze REGON*

**** dane do VI*

Źródło: badania własne

Przyrost MSP jest wprost proporcjonalny do ich wielkości, najwięcej przybywa bowiem mikrofirm, następnie przedsiębiorstw małych i średnich, natomiast przedsiębiorstw dużych ubywa (tabela 3.2)

Tabela 3.2 Liczebność osób fizycznych wśród podmiotów gospodarczych zarejestrowanych w Polsce w latach 2017 i 2018

LATA	OGÓŁEM	MSP				DUŻE	
		MIKRO	MAŁE	ŚREDNIE	RAZEM		
		0-9	10-49	50-249	MSP	250-999	>1000
2017	43 098 003	4 128 611	147 607	29 154	4 305 372	3 685	743
2018	43 715 873	4 190 125	147 856	29 203	4 367 184	3 663	740
przyrost	61 787	61 514	249	49	61 812	-22	-3
wzrost [w%]	101.4	101.5	100.2	100.2	100.2	99.4	99.6

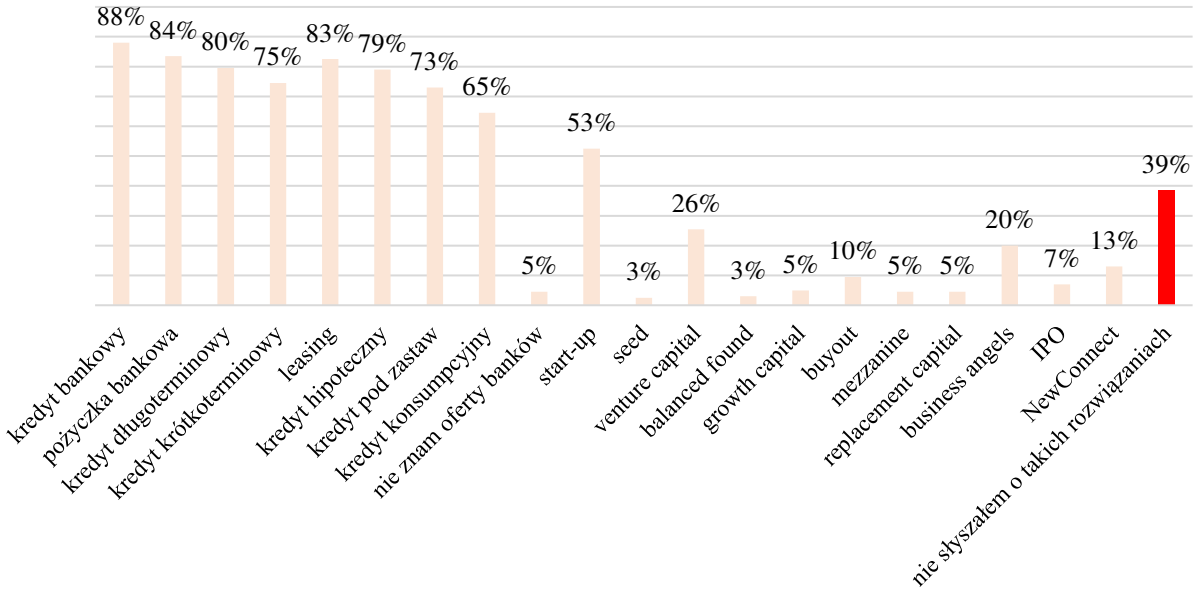
Źródło: badania własne

Każdemu wzrostowi przedsiębiorstw, przyczyniającemu się do ich rozwoju, ekspansji czy poszerzania zakresu działalności, towarzyszy problem pozyskiwania skutecznego źródła finansowania. Mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce – jak już wspomniano wcześniej - napotykają na dyskryminację kredytową, a także ograniczenia wynikające z postaw osób zarządzających, którymi w przeważającej liczbie przypadków są sami właściciele. Implikujący model jednowładzy, a także często ograniczone kwalifikacje i kompetencje w zakresie zarządzania ryzykiem, postrzegania sytuacji kryzysowych i kompetencji dzielenia władzy zarządczej, składają się na zespół barier, bezpośrednio związanych z tzw. mentalnością właścicieli MSP (zobacz też: Skowronek – Mielczarek, 2016).

Mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa działające w takich realiach, dodatkowo ograniczane są przez aspekty administracyjno-prawne, często bywają niedokapitalizowane nawet w kwestiach pozwalających na dobór odpowiedniej kadry zarządzającej, niewystarczająco inwestują w działania innowacyjne, badania rynku czy marketingowe, promujące ich bieżące osiągnięcia. Jednakże pomimo tylu barier ich rozwój jest permanentną częścią każdej współczesnej gospodarki, a wpływ na wartości mikro- i makroekonomiczne niezaprzeczalny. Stadium ich rozwoju często determinuje również współczynnik przeżywalności na rynku, który jest tym wyższy, im większa jest płynność finansowa przedsiębiorstw. Aby móc ją utrzymać na satysfakcjonującym poziomie, ograniczającym ryzyko bankructwa czy upadłości, niezbędne jest efektywne źródło finansowania. Fundusze własne, na których mikro, mali i średni przedsiębiorcy bazują, mają - ze względu na swój charakter - ograniczone możliwości i nie zawsze są wystarczające.

Z punktu widzenia przeprowadzonych rozważań, ważnym jest posiadanie wiedzy i kompetencji, umożliwiających konfekcjonowanie kompletnych informacji o możliwościach, jakie proponuje w zakresie finansowania współczesny rynek finansowy. Zarządzający MSP - którymi w przeważającej większości są sami właściciele - korzystają w drugiej kolejności z rozwiązań rynku pieniężnego: kredytów i pożyczek, nie rozważając nawet oferty rynku kapitałowego. Powstaje zatem pytanie, gdzie tkwi przyczyna takich postaw przedsiębiorców? Dlaczego unikają sposobów finansowania własnej przedsiębiorczości za pośrednictwem rynku kapitałowego, mając tak pozytywne przykłady odnoszenia sukcesu w krajach zachodnich? Przedsiębiorstwa rozpoznawalne na świecie, dyktujące kierunki rozwoju poszczególnym branżom, jak Hewlett Packard, Apple czy Uber rozpoczynały swoją działalność jako start-upy, którym wsparcie marketingowe i prawne, otrzymane za pośrednictwem działalności private equity pomogło zbudować marki o międzynarodowym znaczeniu. Przeprowadzono w związku

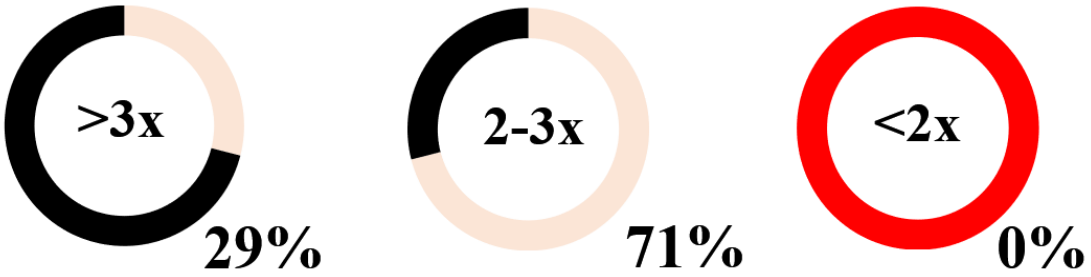
z tym, na początku 2016 roku, własne badania pilotażowe, na grupie 60 przedsiębiorstw w Wielkopolsce, których wyniki wykazały, iż 39% ankietowanych nigdy nie słyszało takich pojęć jak: seed, venture capital, balanced found, growth capital, buyout, mezzaninie, private equity czy IPO. Jedynym rozpoznawalnym wśród opisanych w dysertacji możliwości był start-upy (53% respondentów znało tą nazwę), wśród których zaledwie 5% potrafiło opisać na czym ta forma finansowania polega. Jednocześnie rozpoznawalność instrumentów rynku pieniężnego była wyższa (wykres 3.1).



Wykres 3.1 Wyniki badań pilotażowych

Źródło: badania własne

Na podstawie danych opublikowanych przez fundusze działające w rejonie CEE dokonano analizy efektywności funduszy private equity w Polsce. Zadeklarowane przez nie zwroty z inwestycji były minimum dwukrotne w relacji cash-on-cash return, przy czym zwrot dwu- do trzykrotnego wykazało 71% inwestycji, powyżej trzykrotnego zwrotu 29% inwestycji, a mniejszej niż dwukrotny nie odnotowano. Zatem wyniki badań wykazują wysoką efektywność działania funduszy private equity w CEE (wykres 3.2) (KPMG, 2017).



Wykres 3.2 Zadeklarowany przez badane fundusze średni zwrot z inwestycji zrealizowanych w Polsce lub regionie CEE

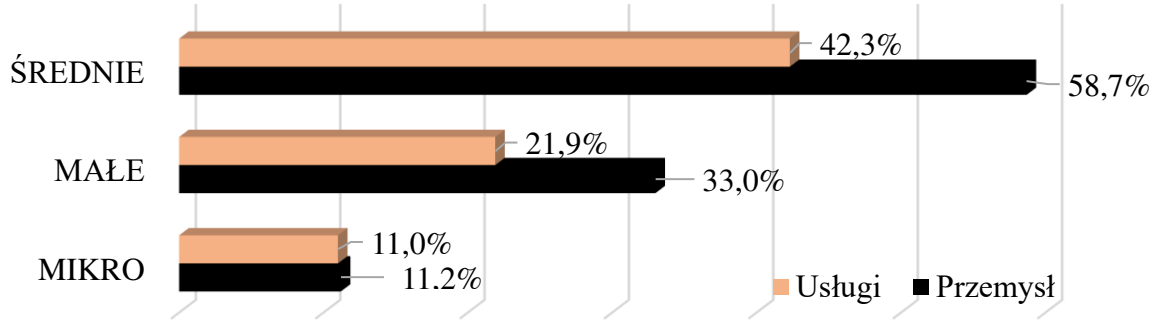
Źródło: opracowanie własne na podstawie KPMG, 2017

Kapitał należy do najbardziej polisemicznych kategorii ekonomicznych, poddawanych dyskusjom i będących podstawą wielu sporów, zarówno o podłożu teoretycznym jak i praktycznym, które były podejmowane w zagranicznej literaturze przedmiotu między innymi przez A. Smitha, J. Robinsona, Modigliani F, Miller M.H., F.J. Busse, R. Milewski, i w polskiej: A. Duliniec, J. Grzywacza, J. Czekaj, Z. Dresler, A. Bielawska, T. Łuczka, k. Poznańska, K. Wach. Z punktu widzenia gospodarki finansowej, kapitał stanowi źródło finansowania inwestycji przedsiębiorstwa. Dlatego tak ważnym staje się zagadnienie własności kapitału i możliwości dywersyfikacji portfela inwestycyjnego przedsiębiorstw, które w sposób skuteczny chcą rozwijać się we współczesnej gospodarce rynkowej (Acharya i inni, 2015, s.551-552; Muller i inni, 2015; Grzywacz, 2012; Myers, 1984, c.575-592; Modigliani i Miller, 1958, s.261-297; Fisher, 1906). Procesy globalizacji i internacjonalizacji, które wywierają wpływ na wszystkie wielkości makroekonomiczne w poszczególnych europejskich gospodarkach są istotne, jednak - mimo wszystko w sposób znacznie słabszy niż na wzrosty PKB - wpływają na sposób dobierania przez nie źródeł finansowania oraz tzw. mentalność kredytową.

Rozwiązania private equity dotyczą wszystkich przedsiębiorstw i uwzględniają każdą z możliwych faz ich rozwoju. Często nazywane są rozwiązaniami kapitałowymi o podwyższonym poziomie ryzyka. Inwestycji dokonuje się wówczas głównie w spółki nowe, posiadające innowacyjne projekty, które mają możliwość osiągnięcia trwałego i dynamicznego rozwoju dzięki inwestycji funduszu (w tym również najwyżej rozwiniętych technologii należących do grupy high-tech) (Małecka & Łuczka, 2016b, s.669-684; Gompers & Lerner, 2001, s.145-168). Wartość rynkowa takich przedsiębiorstw i ich wzrost mogą nastąpić dzięki pozyskaniu na tej drodze środków na rozwój każdej młodej lub dopiero zakładanej spółki. Spółka taka ze względu na brak zabezpieczeń i historii kredytowej napotyka na jedną z podstawowych barier ograniczającą jej dostęp do finansowania zewnętrznego. Głównym celem funduszu jest pomoc rozwijającym się przedsiębiorstwom w trudnym okresie startu i dojrzewania. Venture capital są jednym z trzech głównych segmentów inwestycji kapitałowych private equity - obok buyout capital i mezzanine capital - przeznaczonych dla przedsiębiorstw posiadających historię. Na czym polega zatem zasadność podejmowanych decyzji dotyczących źródeł finansowania przedsiębiorczości? Dlaczego alternatywne metody finansowania są w dalszym ciągu tak rzadko wykorzystywane przez mikro, małych i średnich przedsiębiorców? Czy świadomość przedsiębiorców z sektora MSP, dotycząca możliwości pozyskiwania funduszy na rozwój za pośrednictwem rynku kapitałowego, jest na tyle wysoka, aby

podejmowali oni racjonalne decyzje biznesowe w zakresie dywersyfikacji portfela finansowego? (zobacz: Małecka & Łuczka, 2016a).

Przyczyn niekorzystania z instrumentów rynku kapitałowego przez mikro, małe i średnie przedsiębiorstw w Polsce, można się również dopatrywać w czynnikach i barierach niewprowadzania innowacji do własnych przedsiębiorstw. Działalność innowacyjna MSP, mimo, iż nie na oczekiwanym poziomie, jest jednak zauważalna i można ją badać w podziale uwzględniającym zarówno ich wielkość, jak i branżę: (1) usług i (2) przemysłu (wykres 3.3)

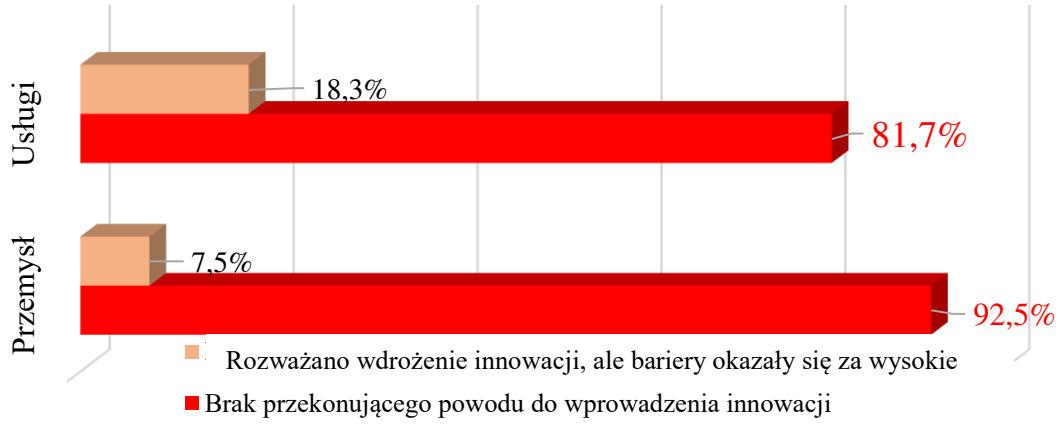


Wykres 3.3 Innowacyjne MSP w podziale na obszar działalności
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych PARP, 2018, s.45

Wśród przedsiębiorstw przemysłowych, wiodącymi są branże: (1) górnictwo ropy naftowej i gazu (66.7%), (2) produkcja podstawowych substancji farmaceutycznych oraz leków i pozostałych wyrobów (45%), (3) produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych (43.3%) oraz (4) górnictwo i wydobywanie węgla kamiennego i brunatnego (41.7%). W dziedzinie usług przeważały branże: (1) ubezpieczenia, reasekuracja i fundusze emerytalne (69%), (2) badania naukowe i prace rozwojowe (50.6%) oraz (3) finansowanie działalności usługowej z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszy emerytalnych (25.7%) (PARP, 2018, s.45). Wśród nich bardziej preferowane jest również wprowadzanie innowacyjnych procesów niż produktów.

Ze względu na bardzo duży odsetek przedsiębiorstw, które nie podejmują działań innowacyjnych (80% firm z branży przemysłowej i 85% z branży usługowej), można mówić o ogólnym występowaniu w Polsce zjawiska „podmiotów nieaktywnych innowacyjnie". Przeprowadzone w tym zakresie badania w latach 2104-2016 przez GUS wykazały, iż bariery co prawda istnieją, jednakże i przede wszystkim, wśród przedsiębiorców w Polsce zwyczajnie nie ma samych chęci do wdrażania innowacyjności. Respondentów zapytano o przekonanie do konieczności wprowadzania innowacji oraz o rozważenie możliwości zaistnienia takiej zmiany w firmie. Wyniki są jednoznaczne: zdecydowana większość przedsiębiorstw, bez względu na

reprezentowaną branżę nie widzi powodu do wdrażania innowacji ani produktów, ani procesów (wykres 3.4).



Wykres 3.4 Przedsiębiorstwa nieaktywne innowacyjnie i powody braku wdrożenia innowacji w latach 2014-2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych PARP, 2018, s. 47

Oferta rynku kapitałowego, szczególnie w formie alternatywnego systemu obrotu, dedykowana jest głównie młodym, innowacyjnym przedsiębiorstwom, które już teraz potrafią dostrzec szanse i potrzeby rozwijającego się rynku światowego. Statystyki dowodzą jednak, iż liczba takich przedsiębiorstw w Polsce jest nie tylko ograniczona, a wręcz limitowana. Najczęściej wskazywaną przyczyną braku wdrażania innowacji są zbyt wysokie koszty innowacji (szczególnie w przemyśle). Kolejną zasadniczo stanowi mentalność małego przedsiębiorcy, bowiem wymieniony został brak wystarczających źródeł wewnętrznych – kapitału własnego. Trzecią barierę stanowią trudności w pozyskiwaniu grantów lub subwencji dedykowanych innowacyjnemu rozwojowi, co bez dogłębnej analizy nie opisuje zasadniczo bariery, ponieważ nie wiadomo czy chodzi o limitowane środki w tym zakresie w zależności od zgłaszanych potrzeb przedsiębiorców, czy też wiedza w przedsiębiorstwach nie jest na wystarczającym poziomie, aby skutecznie składać wnioski o dodatkowe fundusze. Ważnym jest wskazany przez respondentów aspekt odczuwania regulacji prawnych, które zbyt często zmieniają się w Polsce, wprowadzając element niepewności i dodatkowe obciążenia. Zwiększa się w tym momencie w sposób automatyczny ryzyko prowadzenia biznesu każdej wielkości, co zostało zauważone przez agencje ratingowe. Do głównych z nich należą S&P, Moody's i Fitch, w ocenie których, tylko druga wycenia poziom Polski jako nadal stabilny, pozostający na stopniu A2, a pozostałe oceny spadły do A-. S&P uważa, iż Polska wymaga reform, które zapewnią gospodarce perspektywiczną stabilność (www.forbes.pl, dostęp 16.03.2019 r.). Jako

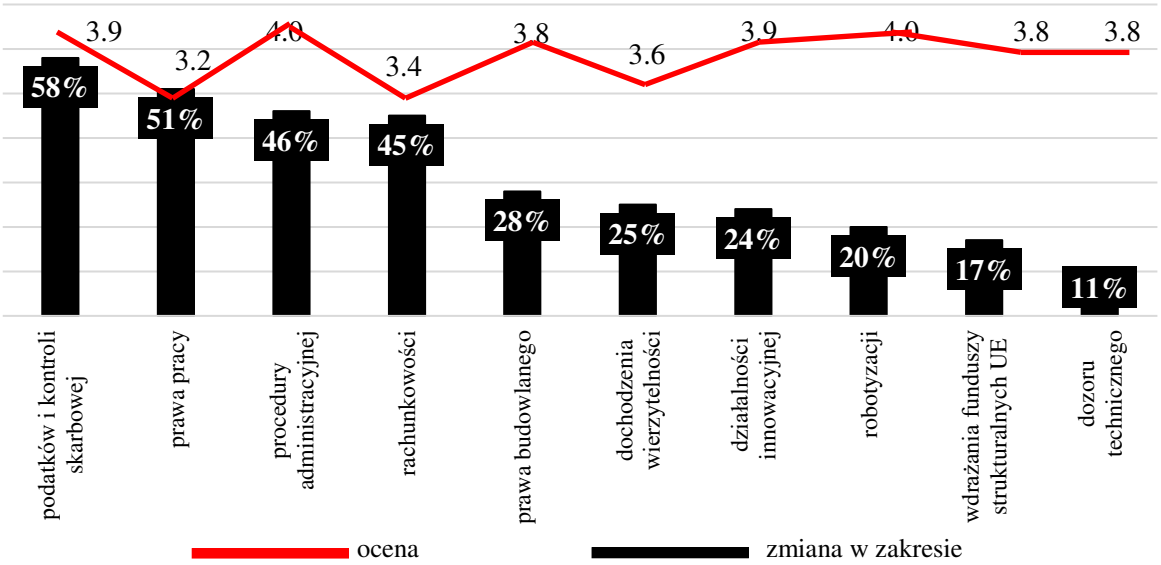
piąta bariera, przez respondentów zostało wymieniane źródło finansowania, z konkretnym wskazaniem na fundusze private equity (wykres 3.5).

Wykres 3.5 Bariery innowacyjności wskazane przez przedsiębiorstwa nieaktywne innowacyjnie w latach 2014-2016 [w%]

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych PARP, 2018, s.48

Zmiany zachodzące w prawie, mają o wiele szersze znaczenie. Ankieta wskaźnikowa przeprowadzona przez PARP - której wyniki były opublikowane w połowie 2018 roku - dotycząca oceny i znajomości zmian uwarunkowań gospodarczych, wykazała tylko w jednym z analizowanych wskaźników 58% udziału - znajomości zmian w zakresie podatków i kontroli skarbowej, następnie w prawie pracy (51%) i zakresie procedur administracyjnych (46%), przy

jednoczesnej ocenie wartości tych zmian pomiędzy 4.0 a 3.2, w pięcio-stopniowej skali oceny. Najniżej z 10-ciu badanych zagadnień oceniono zmiany w prawie pracy (3.2), najwyżej zmiany w zakresie procedury administracyjnej i w zakresie robotyzacji (4). Żadna z analizowanych zmian nie zostało oceniona na 5, a najmniejszą znajomości w zmianach prawnych w zakresie dozoru technicznego deklaruje 11% respondentów (wykres 3.6).



Wykres 3.6 Znajomość i ocena zmian wprowadzanych w prawie polskim
Źródło: PARP, 2018, s.72

W kolejnym kroku spróbowano porównać koniunkturę gospodarczą do zmian zachodzących w prawie. Za pomocą współczynnika R. Persona, wyliczono współczynniki korelacji zaprezentowane w tabeli 3.3, nie podając współczynnika istotności (tabela 3.3).

Tabela 3.3 Współczynnik korelacji R. Pearsona pomiędzy oceną zmian w prawie i oceną obecnej koniunktury w gospodarce polskiej

ZAKRES ZMIAN W PRAWIE	OCENA OBECNEJ KONIUNKTURY W POLSKIEJ GOSPODARCE
prawa pracy	(+) 0.055
podatków i kontroli skarbowej	(+) 0.025
rachunkowości	(+) 0.036
prawa budowlanego	-
dozoru technicznego	(+) 0.111
procedury administracyjnej	-
dochodzenia wierzytelności	(+) 0.166
wdrażania Funduszy Strukturalnych UE	(+)0.080
działalności innowacyjnej	-
robotyzacji	(+) 0.070

Źródło: PARP, 2018, s.73

Na tej podstawie stwierdzono, iż zmiany prawne w zakresie dochodzenia wierzytelności są silnie powiązane z pozytywną koniunkturą, a otrzymane relacje zawsze miały wynik dodatni.

Badania empiryczne nie wskazywały tak dokładnego zakresu działań związanych z prowadzeniem własnej aktywności gospodarczej. Respondenci pytani o bariery wskazywali jedynie „prowadzenie księgowości", jednak nigdy nie wskazywali dokładnie obszaru jej działań.

Zgodnie z wynikami wcześniejszych badań własnych przeprowadzonych w Wielkopolsce (tabela 3.4) udział kapitału własnego spadał w miarę wzrostu wielkości przedsiębiorstwa. Był on szczególnie wysoki w przedsiębiorstwach, w których pracuje wyłącznie właściciel (91.1%), a w przedsiębiorstwach średniej wielkości stanowił niecałe 60%. Równocześnie obserwowano wprost proporcjonalną zależność między wielkością przedsiębiorstwa a wykorzystaniem źródeł finansowania obcego, w tym kredytu bankowego krótko- i długoterminowego: od 3.7% wśród samozatrudnionych, 9.2% w małych, do 17.9% w średnich przedsiębiorstwach. Jakkolwiek wykorzystanie leasingu jako źródła finansowania wzrosło przeszło ośmiokrotnie w miarę wzrostu przedsiębiorstwa, to nie stanowiło ono jednak szczególnie znaczącego źródła finansowania. Istotną pozycję w strukturze finansowania wykazywał z kolei kredyt handlowy, zwłaszcza w średnich przedsiębiorstwach (17.5%) (tabela 3.4).

Tabela 3.4 Wybór źródeł finansowania w przedsiębiorstwach według wielkości [w%]

LICZBA ZATRUDNIONYCH	STRUKTURA KAPITAŁU				
	kapitał własny	kredyt długoterminowy	kredyt krótkoterminowy	leasing	kredyt handlowy
Samozatrudnienie	91.2	1.5	2.2	0.8	4.3
1–9	78.6	5.3	3.9	3.3	9.0
10–49	71.5	6.3	5.2	5.8	11.2
50–249	58.4	10.3	7.6	6.3	17.5

Źródło: badania własne; Łuczka & Małecka, 2017d, s.381

Należy zatem podkreślić, że właściciele mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Wielkopolsce decydują o wyborze źródeł finansowania kierując się możliwością reprodukcji dotychczasowych stosunków własnościowych w przedsiębiorstwie. Potwierdzają to również wyniki badań Banku Pekao S.A., zgodnie z którymi w 2012 roku 46% mikroprzedsiębiorców i 36% małych przedsiębiorców w Polsce nie korzystało w 2012 roku z kapitału obcego jako źródła finansowania wskutek subiektywnej „niechęci do zadłużania się" – czyli zjawiska tzw. mentalności kredytowej właścicieli MSP. Niechęć do korzystania z kapitału obcego była również silnie zróżnicowana w aspekcie poszczególnych rodzajów działalności gospodarczej: wyższą wykazywały mikro i małe przedsiębiorstwa handlowe (51%) oraz produkcyjne (50%), a niższą - o około 10 p.p. - usługi i budownictwo. Podobny wysoki odsetek mikro (43%) i małych (49%) przedsiębiorców charakteryzował się brakiem potrzeby korzystania z kapitału

obcego jako źródła finansowania prowadzonej działalności gospodarczej. Potrzeba ta była mniej odczuwana w przedsiębiorstwach usługowych (48%), a w nieco mniejszym stopniu w budowlanych (41%), handlowych (39%) i produkcyjnych (38%). Znacznie niższy odsetek mikro (15%) i małych przedsiębiorców (23%) preferował finansowanie z kapitału własnego z powodu niższego kosztu jego pozyskania, a także niewielkiej szansy - głównie z powodu niskiej wiarygodności kredytowej - uzyskania dostępu do kapitału obcego. Stosunkowo niewielki odsetek - około 10% - stanowiły mikro i małe przedsiębiorstwa, które nie korzystały z obcych źródeł finansowania wskutek bądź braku odpowiednich informacji, bądź innych przyczyn (tabela 3.5) (zobacz: Łuczka & Małecka, 2017d, s.375-387).

Tabela 3.5 Przyczyny finansowania mikro i małych przedsiębiorstw z kapitału własnego w Polsce w 2012 i 2016 roku [w%]

WYSZCZE-GÓLNIENIE	Niechęć do zadłużania		Brak potrzeby		Niższy koszt źródeł własnych		Brak możliwości skorzystania (np. niska wiarygodność kredytowa)		Brak informacji o finansowaniu zewnętrznym		Inne	
	2012	2016	2012	2016	2012	2106	2102	2016	2012	2016	2012	2016
Polska	46.0	31.0	43.0	54.0	16.0	9.0	14.0	14.0	5.0	3.0	5.0	2.0
Przedsiębiorstwa według wielkości												
Mikro	46.0	31.0	43.0	54.0	15.0	9.0	14.0	14.0	5.0	.3.0	5.0	2.0
Małe	36.0	23.0	49.0	56.0	23.0	11.0	8.0	19.0	7.0	3.0	6.0	3.0
Sektory wytwórcze												
Produkcja	50.0	39.0	38.0	45.0	19.0	9.0	15.0	19.0	5.0	4.0	5.0	1.0
Usługi	42.0	28.0	48.0	57.0	14.0	9.0	14.0	15.0	5.0	2.0	4.0	2.0
Handel	51.0	32.0	39.0	53.0	17/0	9.0	14.0	10.0	5.0	3.0	4.0	2.0
Budownictwo	41.0	32.0	41.0	54.0	15.0	8.0	16.0	16.0	4.0	4.0	7.0	2.0
* Badani mieli możliwość wskazania kilku przyczyn												

Źródło: obliczenia własne na podstawie (Pekao, 2013 i 2017); Łuczka & Małecka, 2017d, s.382

Reasumując, analizowane bariery nakładają się na siebie zarówno w obszarze aktywności gospodarczej, jak i będąc wyodrębnionymi oraz obszarowo podzielonymi determinantami, mogącymi zachodzić w tym samym czasie. Stąd problem ich precyzyjnego diagnozowania, poznania selektywnych przyczyn i możliwości ograniczania ich wpływów stanowi ważny element dla rozwoju MSP, który nie będzie miał miejsca bez skutecznych form pozyskiwania kapitału na rozwój.

Na tym tle dostrzeżono powstałą lukę badawczą, będącą tematem dysertacji i podjęto próbę znalezienia odpowiedzi na pytanie: jakie instrumenty rynku kapitałowego wykorzystywane są przez współczesnych przedsiębiorców w Polsce w zarządzaniu finansami mikro, małych i średnich przedsiębiorstw?

Zatem celem głównym dysertacji o charakterze poznawczym jest próba zbadania zmian zachodzących wśród przedsiębiorców w postrzeganiu możliwości oferowanych przez instytucje rynku kapitałowego, jako potencjalnego źródła pozyskiwania finansowania własnych przedsiębiorstw oraz ich wiedzy w tym zakresie, determinującej kształtowanie strategii finansowych przedsiębiorstw, a także próba określenia trendów i zachodzących tendencji wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego w zarządzaniu finansami mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w polskich realiach gospodarczych.

Celem utylitarnym dysertacji - na podstawie przeprowadzonych badań – jest wskazanie i rekomendacja bardziej skutecznego i efektywnego wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego przez mikro, małych i średnich przedsiębiorców oraz upowszechnienie wiedzy o możliwościach pozyskiwania skutecznego źródła finansowania wśród właścicieli przedsiębiorstw, a także decydentów formułujących cele polityki państwa i władz samorządowych na rzecz przedsiębiorstw tej wielkości w Polsce. Czyli chodzi o sformułowanie i opracowanie zależności będących celem realizacji pracy: określenia roli i barier dostępu MSP do rynku kapitałowego w Polsce.

Studia literatury przedmiotu oraz wstępne wyniki badań pilotażowych, stanowią punkt wyjścia do przeprowadzenia rozważań z uwzględnieniem następujących hipotez badawczych:

H1: Cechy przedsiębiorcy -płeć, wiek, poziom i profil wykształcenia - wyznaczają poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego

H2: Wzrostowi digitalizacji mikro, małych i średnich przedsiębiorstw towarzyszy wzrost umiejętności przedsiębiorców w poszukiwaniu informacji w Internecie związanych z wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego

H3: Wrażliwość właścicieli mikro, małych i średnich przedsiębiorstw na bariery funkcjonowania, wpływa na zakres wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego

H4: Przedsiębiorcy wykorzystujący na starcie w większym zakresie kapitał obcy, częściej korzystają z oferty rynku kapitałowego

H5: Gotowość podniesienia kwalifikacji i wiedzy na temat rozwiązań rynku kapitałowego rośnie z wiekiem przedsiębiorcy

H6: Cechy przedsiębiorstwa - wielkość przedsiębiorstwa, wiek, branża i zasięg rynku zbytu - wyznaczają poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego

H7: Istnieje zależność pomiędzy wzrostem mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, a wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego

H8: W miarę wzrostu internacjonalizacji mikro, małych i średnich przedsiębiorstw rośnie wykorzystywanie przez nie instrumentów rynku kapitałowego.

3.2 Sposób doboru, charakterystyka próby i grupy badawczej

Badania przeprowadzono wśród respondentów, prowadzących aktywność gospodarczą na terenie Wielkopolski, która należy do regionów wiodących, zajmujących od kilku lat czołowe miejsce w rankingach syntetycznej przedsiębiorczości (PARP, 2018, s.37). Wybór tego województwa był celowy, a uzyskane wyniki badań mogą stanowić punkt wyjścia do formułowania uogólnień i wyznaczania kierunków stymulujących rozwój tak w pozostałych województwach, jak i całej gospodarce Polski.

Według najnowszych danych za 2018 rok, Wielkopolska zajęła „pierwsze miejsce w kategorii liczby osób pracujących w przedsiębiorstwach małych na 1000 mieszkańców" (PARP, 2018). Drugie miejsce województwo wielkopolskie zajęło ze względu na:

(1) liczbę aktywnych przedsiębiorstw mikro, małych i średnich przypadających na 1000 mieszkańców

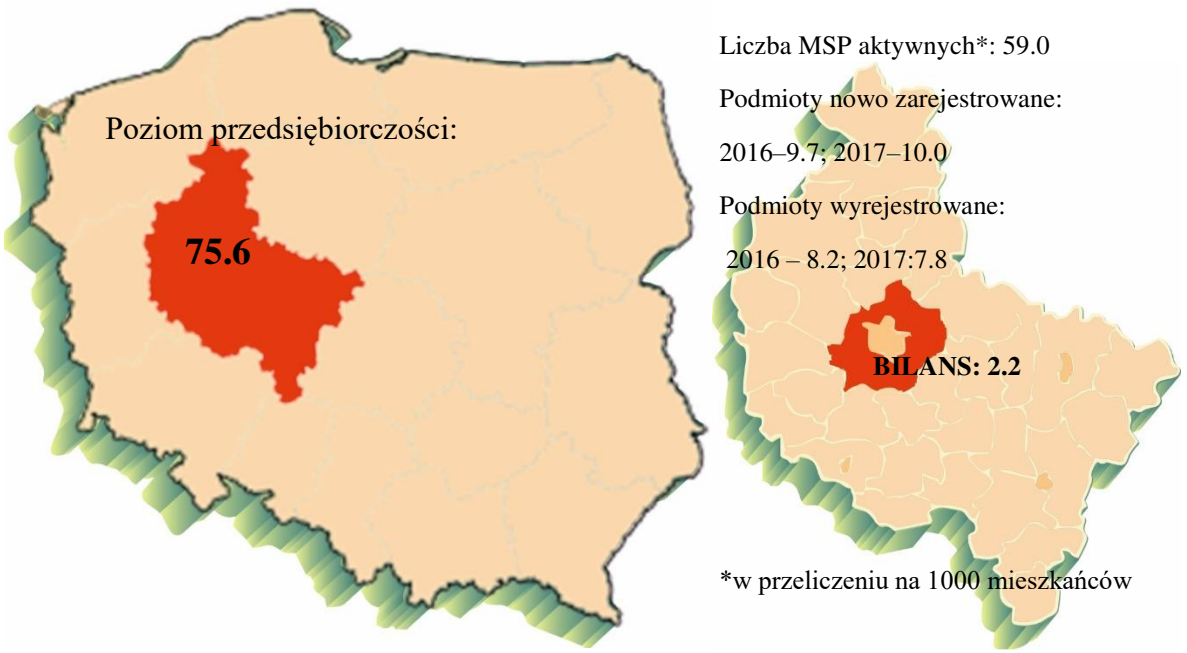
(2) liczbę pracujących w nich w relacji z 1000 mieszkańcami

(3) wielkość przychodów przypadającą na każdą mikro i małą firmę

(4) wielkość przychodów w przeliczeniu na pracującego w małym przedsiębiorstwie

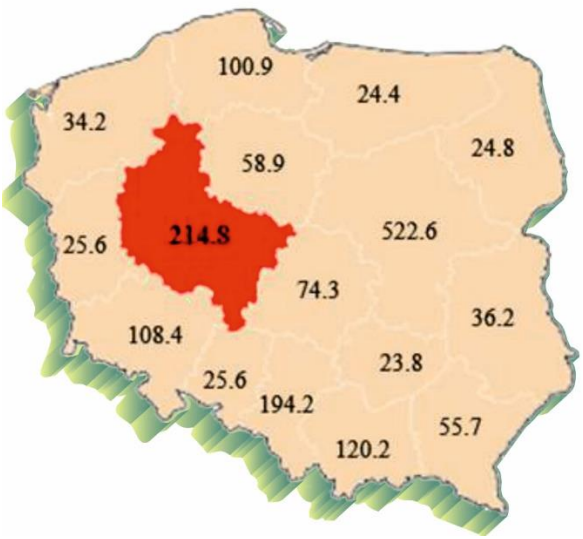
(5) nakłady inwestycyjne poniesione przez mikroprzedsiębiorstwa

(6) nakłady inwestycyjne w relacji z jednym pracującym w mikrofirmie (PARP, 2018, s.37) (rysunek 3.1).



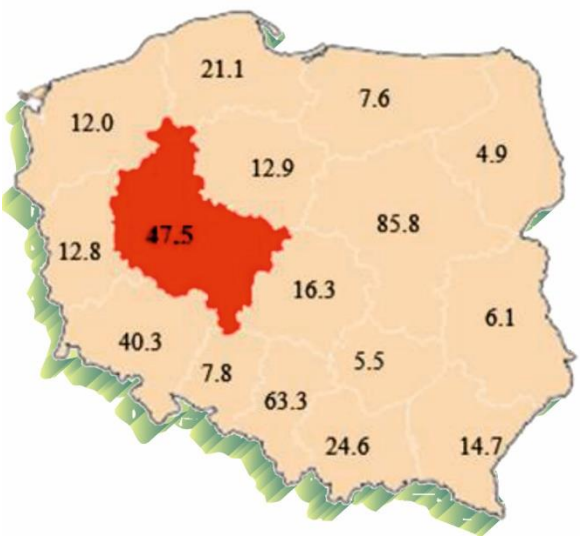
Rysunek 3.1 Wielkopolska i jej znaczenie dla przedsiębiorczości w Polsce
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GUS i PARP z lat 2016-2018

Oprócz przedsiębiorczości, region ten odznacza się ponadprzeciętną wartością przychodów ze sprzedaży towarów i materiałów[35], co stanowi 1 644.5 mld PLN w I połowie 2018 roku, z czego 13.6% wypracowały przedsiębiorstwa mikro i małe, 24.8% średnie (PARP, 2018d, s.19). Podział PKD wyznaczony w 2007 roku wskazuje na największe wzrosty w branżach: (1) budownictwo (o 16.3%), (2) handel (o 6.3%), (3) naprawa pojazdów samochodowych (o 6.3%), (4) transport i gospodarkę magazynową (o 6.3%) oraz (5) przetwórstwo przemysłowe (o 5.6%). Analiza danych dotyczących przychodów tylko i wyłącznie z eksportu wykazała, iż Wielkopolska jest na trzecim miejscu (po województwie mazowieckim i śląskim), w badanym okresie, co tylko potwierdzają statystyki z lat ubiegłych, a trend nadal zostaje zachowany (rysunek 3.2 i 3.3).



Rysunek 3.2 Przychody ze sprzedaży produktów towarów i materiałów I-VI 2018 roku [mld PLN]

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych PARP, 2018d, s.19



Rysunek 3.3 Przychody ze sprzedaży produktów towarów i materiałów na eksport I-VI 2018 roku [mld PLN]

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych PARP, 2018d, s.20

Na podstawie przeprowadzonej charakterystyki regionu, realizacja badań w tym województwie wydaje się zasadna i pozwalająca na sformułowanie pewnych uogólnień dotyczących Polski.

[35] Przychód netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów stanowi wartość odnotwaną zarówno w kraju jak i na eksport, która została wytworzona przez jednostkę produktów i dotyczy zarówno wyrobów gotowych, półkomponentów a także sprzedawanych usług, oraz opakowań, wyposażenia i obcych usług, jeżeli występują one jako część transakcji i są fakturowane kontrahentom. Należy również uwzględnić przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów, które zostały wcześniej nabyte i w stanie niezmiennym odsprzedane dalej. A także produkty wykonane przez jednostkę, które są przedmiotem sprzedaży w sklepach własnych oraz kwoty należne (dotyczące sprzedaży towarów lub środków, bez względu na stan ich opłacenia).

Nie można w sposób statystyczny wskazać minimalnej wielkości próby badawczej, ponieważ nie istnieją zbiory statystyk co do liczby przedsiębiorstw korzystających z alternatywnych źródeł finansowania w Polsce, a jedynie co do tych, które posiadają status spółek akcyjnych i komandytowo akcyjnych oraz notowanych na giełdzie, co zostało zaprezentowane w dysertacji. Statystyki dotyczące finansowania private equity nie są jednak ewidencjonowane, stąd nie ma wystarczających danych, umożliwiających poprawność obliczenia minimalnej wielkości próby badawczej ani dla Polski, ani dla Wielkopolski.

Ankieta audytoryjna została skierowana do 600 respondentów (N=600) z terenu Wielkopolski, w trzech kolejnych latach (2016-2017-2018), którym zadano 47 pytań dotyczących wybranych aspektów pozyskiwania źródeł finansowania. Grupy respondentów zostały podzielone na dwie kategorie: (1) przedsiębiorców oraz (2) pracujących studentów – jako reprezentantów grupy aktywnej zawodowo. Zebrano po 300 ankiet w poszczególnych zbiorowościach przy uwzględnieniu analizowanych kategorii - po 100x2 w każdym roku prowadzenia badań, każdorazowo wśród innych respondentów. Głównego podziału dokonano ze względu na wewnętrzne uwarunkowania wyboru źródeł finansowania MSP, opisanych w tabeli 2.1 (s.75):

I: przedsiębiorcę: (1) płeć, (2) wiek, (3) wykształcenie i (4) jego profil, (5) samodzielność ekonomiczną i prawną oraz

II: przedsiębiorstwo: (1) wielkość przedsiębiorstwa, (2) wiek przedsiębiorstwa, (3) zasięg działalności, (4) branżę działalności, (5) formę organizacyjno-prawną (tabela 3.6.).

Tabela 3.6 Wewnętrzne uwarunkowania wyboru źródeł finansowania

Wewnętrzne uwarunkowania wyboru źródeł finansowania związane z:	
PRZEDSIĘBIORCĄ	PRZEDSIĘBIORSTWEM
– samodzielność ekonomiczna i prawna	– wielkość
– zdolność do podejmowania ryzyka	– forma organizacyjno-prawna
– wiek	– zasięg rynku zbytu
– płeć	– majątek trwały
– poziom i rodzaj wykształcenia	– wiek
– doświadczenie zawodowe	– wzrost i jego tempo
– poczucie odniesionego sukcesu	– branża

Źródło: tabela 2.1, s.75

Wyniki dobranej na tej drodze próby badawczej, zostały w sposób jednolity wprowadzone do jednego arkusza, umożliwiającego dokonywanie analiz zagadnień, zgodnie z

zasadami filtracji i możliwością zagnieżdżeń kolejnych, poszczególnych analizowanych cech charakterystycznych dla badanej grupy. Udziały zostały dobrane w sposób jednorodny tak, aby w każdym roku liczebność była taka sama. Takie cechy jak wiek i wielkość zostały pogrupowany w odpowiednie przedziały (rangi), umożliwiające skuteczne analizowanie danych (tabela 3.7 i 3.8).

Tabela 3.7 Przedziały statystyczne

WIEK RESPONDENTA [w latach]	MIEJSCE ZAMIESZKANIA RESPONDENTA [w tys.] / MIEJSCE PRACY RESPONDENTA [w tys.]	WIELKOŚĆ PZEDSIĘBIORSTWA	WIEK PRZEDSIĘBIORSTWA [w latach]
18-26	Wieś	0 (samozatrudnienie)	<1
27-34	Miasto < 5	1-4	1-2
35-44	Miasto 5-50	5-9	3-5
45-54	Miasto 50-150	10-24	6-9
55+	Miasto > 150	25-49	10-19
Ogółem	Ogółem	50-249	>20
		250+	Ogółem
		Ogółem	

Źródło: badania własne

Każde badania przeprowadzono według tego samego schematu, porównując kolejno otrzymane wyniki wśród wszystkich respondentów (grupy: A+B+C+D), którzy są aktywni zawodowo, posiadają własne środki finansowe i mogą w sposób samodzielny nimi dysponować – stąd do badań wytypowano studentów wykonujący odpłatną pracę zarobkową. Z uwagi na fakt, iż istotę dysertacji stanowią postawy właścicieli mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce wobec instrumentów rynku kapitałowego i wykorzystywania ich w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw – a nie postawy studentów – każdorazowo oddzielnym badaniem szczegółowym objęto grupę A (przedsiębiorców korzystających z rozwiązań rynku kapitałowego) i B (przedsiębiorców niekorzystających z rozwiązań rynku kapitałowego). Szczegółowy udział poszczególnych grup badania oraz wielkości prób testowych z podziałem na wszystkie badane podgrupy zaprezentowano w tabelach 3.8 i 3.9.

Tabela 3.8 Liczebności N badania i ich udział w podziale wewnętrznym

CECHA / PODZIAŁ WEWNĘTRZNY		2016	2017	2018	2016	2017	2018
		LICZEBNOŚĆ N BADANIA			UDZIAŁ N [w %]		
Płeć	Mężczyzna	101	100	100	50.5	50.0	50.0
	Kobieta	99	100	100	49.5	50.0	50.0
	Ogółem	200	200	200	100.0	100.0	100.0
Wiek [w latach]	18-26	142	110	105	71.0	55.0	52.5
	27-34	24	37	36	12.0	18.5	18.0
	35-44	18	27	52	9.0	13.5	26.0
	45-54	10	21	4	5.0	10.5	2.0
	55+	6	5	3	3.0	2.5	1.5
	Ogółem	200	200	200	100.0	100.0	100.0
Wykształcenie	Podstawowe	2	0	0	1.0	0.0	0.0
	Zawodowe	4	2	0	2.0	1.0	0.0
	Średnie	113	155	112	56.5	77.9	56.0
	Wyższe	71	38	88	35.5	19.1	44.0
	Doktorat	10	4	0	5.0	2.0	0.0
	Ogółem	200	199	200	100.0	100.0	100.0
Profil wykształcenia	Techniczne	73	89	54	36.5	45.2	29.5
	Ekonomiczne	68	19	66	34.0	9.6	36.1
	Humanistyczne	14	17	21	7.0	8.6	11.5
	Ogólne	32	57	32	16.0	28.9	17.5
	Inne	13	15	10	6.5	7.6	5.5
	Ogółem	200	197	183	100.0	100.0	100.0
Miejsce zamieszkania [w tys]	Wieś	56	68	52	28.1	34.2	27.4
	Miasto < 5	13	12	20	6.5	6.0	10.5
	Miasto 5-50	42	45	55	21.1	22.6	28.9
	Miasto 50-150	32	20	42	16.1	10.1	22.1
	Miasto > 150	56	54	21	28.1	27.1	11.1
	Ogółem	199	199	190	100.0	100.0	100.0
Miejsce pracy [w tys]	Wieś	31	20	8	15.7	11.1	4.9
	Miasto < 5	15	14	21	7.6	7.8	12.9
	Miasto 5-50	39	46	61	19.7	25.6	37.4
	Miasto 50-150	35	19	33	17.7	10.6	20.2
	Miasto > 150	78	81	40	39.4	45.0	24.5
	Ogółem	198	180	163	100.0	100.0	100.0

CECHA / PODZIAŁ WEWNĘTRZNY		2016	2017	2018	2016	2017	2018
		LICZEBNOŚĆ N BADANIA			UDZIAŁ N [w %]		
Wielkość przesiębiorstwa	0 (samozatrudnienie)	18	28	3	9.0	14.0	1.5
	1-4	23	17	9	11.5	8.5	4.5
	5-9	15	20	31	7.5	10.0	15.5
	10-24	18	23	23	9.0	11.5	11.5
	25-49	49	36	59	24.5	18.0	29.5
	50-249	77	76	75	38.5	38.0	37.5
	250+	0	0	0	0.0	0.0	0.0
	Ogółem	200	200	200	100.0	100.0	100.0
Branża	Handel	11	11	19	5.5	5.5	9.5
	Budownictwo	6	9	12	3.0	4.5	6.0
	Przemysł	29	35	43	14.5	17.5	21.6
	Usługi	143	142	122	71.5	71.0	61.3
	Inne	11	3	3	5.5	1.5	1.5
	Ogółem	200	200	199	100.0	100.0	100.0
Zasięg działalności	Lokalnym	39	40	25	19.5	20.0	12.5
	Regionalnym	28	12	31	14.0	6.0	15.5
	Krajowym	44	52	63	22.0	26.0	31.5
	Międzynarodowym	89	96	63	44.5	48.0	31.5
	Globalnym	0	0	18	0.0	0.0	9.0
	Ogółem	200	200	200	100.0	100.0	100.0
Status prawny	Właściciel	56	70	62	28.0	35.0	31.0
	Współwłaściciel	44	30	38	22.0	15.0	19.0
	Interim manager	75	67	56	37.5	33.5	28.0
	Pracownik	25	33	44	12.5	16.5	22.0
	Ogółem	200	200	200	100.0	100.0	100.0
Wiek przedsiębiorstwa [w latach]	<1	3	13	1	1.5	6.6	0.5
	1-2	45	39	9	22.6	19.8	4.5
	3-5	33	26	28	16.6	13.2	14.0
	6-9	17	26	37	8.5	13.2	18.5
	10-19	41	38	55	20.6	19.3	27.5
	>20	60	55	70	30.2	27.9	35.0
	Ogółem	199	197	200	100.0	100.0	100.0
	Ogółem	199	197	200	100	100	100

Źródło: badania własne

Tabela 3.9 Liczebności testowe

LATA	WILEKOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA	Właściciele (A+B)	w tym korzystało z IRK (A)	Współwłaścicele (A+B)	w tym korzystało z IRK (A)	BADANA GRUPA (A+B)	w tym korzystało z IRK (A)
2016	**MSP**	**56**	**18**	**44**	**2**	**100**	**20**
	MIKRO	**26**	**9**	**16**	**1**	**42**	**10**
	MIKRO 0	18	6	0	0	18	6
	MIKRO 1-4	5	1	10	1	15	2
	MIKRO 5-9	3	2	6	0	9	2
	MAŁE	**8**	**2**	**17**	**1**	**25**	**3**
	MAŁE 10-24	5	1	5	1	10	2
	MAŁE 25-49	3	1	12	0	15	1
	ŚREDNIE	**22**	**7**	**11**	**0**	**33**	**7**
2017	**MSP**	**70**	**24**	**30**	**7**	**100**	**31**
	MIKRO	43	14	6	4	**49**	**18**
	MIKRO 0	23	11	1	0	24	11
	MIKRO 1+	5	2	4	3	9	5
	MIKRO 5+	15	1	1	1	16	2
	MAŁE	16	5	12	1	**28**	**6**
	MAŁE 10+	8	3	6	1	14	4
	MAŁE 25+	8	2	6	0	14	2
	ŚREDNIE	11	5	12	2	**23**	**7**
2018	**MSP**	**62**	**27**	**38**	**13**	**100**	**40**
	MIKRO	23	6	14	2	**37**	**8**
	MIKRO 0	3	2	0	0	3	2
	MIKRO 1+	2	1	7	0	9	1
	MIKRO 5+	18	3	7	2	25	5
	MAŁE	23	15	16	7	**39**	**22**
	MAŁE 10+	10	7	6	1	16	8
	MAŁE 25+	13	8	10	6	23	14
	ŚREDNIE	16	6	8	4	**24**	**10**
OGÓŁEM		**188**	**69**	**112**	**22**	**300**	**91**

LATA	WILEKOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA	Interim Manager (C+D)	w tym korzystało z IRK (C)	Pracownicy (C+D)	w tym korzystało z IRK (C)	BADANA GRUPA (C+D)	w tym korzystało z IRK (C)
2016	**MSP**	**75**	**7**	**25**	**2**	**100**	**9**
	MIKRO	**9**	**0**	**5**	**0**	**14**	**0**
	MIKRO 0	0	0	0	0	0	0
	MIKRO 1-4	5	0	3	0	8	0
	MIKRO 5-9	4	0	2	0	6	0
	MAŁE	**32**	**3**	**10**	**1**	**42**	**4**
	MAŁE 10-24	4	1	4	0	8	1
	MAŁE 25-49	28	2	6	1	34	3
	ŚREDNIE	**34**	**4**	**10**	**1**	**44**	**5**
2017	**MSP**	**67**	**4**	**33**	**0**	**100**	**4**
	MIKRO	10	0	6	0	**16**	**0**
	MIKRO 0	3	0	1	0	4	0
	MIKRO 1+	4	0	4	0	8	0
	MIKRO 5+	3	0	1	0	4	0
	MAŁE	20	3	11	0	**31**	**3**
	MAŁE 10+	5	1	4	0	9	1
	MAŁE 25+	15	2	7	0	22	2
	ŚREDNIE	37	1	16	0	**53**	**1**
2018	**MSP**	**56**	**0**	**44**	**0**	**100**	**0**
	MIKRO	0	0	6	0	**6**	**0**
	MIKRO 0	0	0	0	0	0	0
	MIKRO 1+	0	0	0	0	0	0
	MIKRO 5+	0	0	6	0	6	0
	MAŁE	24	0	19	0	**43**	**0**
	MAŁE 10+	0	0	7	0	7	0
	MAŁE 25+	24	0	12	0	36	0
	ŚREDNIE	32	0	19	0	**51**	**0**
OGÓŁEM		**198**	**11**	**102**	**2**	**300**	**13**

IRK- instrumenty rynku kapitałowego
Źródło: badania własne

Podziału badanej grupy dokonano według klasyfikacji głównej na: przedsiębiorców (A+B) i pracujących studentów (C+D), którzy zakwalifikowani zostali zgodnie z deklarowanym stosowaniem instrumentów rynku kapitałowego w praktyce na (tabela 3.9):

A – przedsiębiorców korzystających z instrumentów runku kapitałowego

B – przedsiębiorców niekorzystających z instrumentów rynku kapitałowego

C – studentów pracujących, korzystający z instrumentów rynku kapitałowego

D – studentów pracujących, niekorzystający z instrumentów rynku kapitałowego.

Należy podkreślić, iż wyróżnione grupy respondentów w pierwszym kroku każdego badanego kryterium, stanowią grupę jednorodną, obrazującą w określonym stopniu stan wiedzy aktywnej zawodowo części społeczeństwa, o różnym zaangażowaniu w procesy gospodarcze (A+B+C+D). Z tej grupy respondentów każdorazowo, w kolejnych krokach badań wyróżniono samych przedsiębiorców, będących głównym podmiotem rozważań podjętych w dysertacji (grupy A i B). Ogółem w badaniu uczestniczyło tyle samo kobiet co mężczyzn, jednakże ze zróżnicowanymi udziałami w podziale na przedsiębiorców (A+B) i studentów pracujących (C+D) (tabela 3.10).

Tabela 3.10 Struktura badanej grupy ze względu na płeć respondentów

CECHA / Podział wewnętrzny		Przedsiębiorcy (A+B)			Studenci (C+D)			Ogółem		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
		Liczebność N badania								
PŁEĆ	Mężczyzna	65	54	52	36	46	48	101	100	100
	Kobieta	35	46	48	64	54	52	99	100	100
	Ogółem	100	100	100	100	100	100	200	200	200
		Udział N [w%]								
	Mężczyzna	65.0	54.0	52.0	36.0	46.0	48.0	50.5	50.0	50.0
	Kobieta	35.0	46.0	48.0	64.0	54.0	52.0	49.5	50.0	50.0
	Ogółem	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Źródło: badania własne

Respondenci byli w wieku od 18 do 57 lat, przy czym większość przedsiębiorców mieszczących się w przedziale do 26 lat, to osoby prowadzące jednoosobową działalność gospodarczą, w części działającą na zasadzie start-upów (tabela 3.11).

Grupa ta w 2016 roku stanowiła najbardziej liczebną z ankietowanych (55%, która w kolejnych latach fluktuowała (odpowiednio: 40% i 25%). Liczebność grupy osób w wieku 27-34 lata była na podobnym poziomie (od 20% do 28%), a przedsiębiorców w przedziale wiekowym 35-44, najwięcej było w ostatnim analizowanym okresie. Osoby te w zdecydowanej większości posiadały wyższe wykształcenie, wśród którego dominował profil techniczny i ekonomiczny (odpowiednio w kolejnych latach, dla całej badanej populacji profil techniczny: 36.5%; 45.2%; 29.5%; profil ekonomiczny: 34%; 9.0%; 36.1%) (tabela 3.12).

Tabela 3.11 Struktura badanej grupy ze względu na wieku respondentów

CECHA / Podział wewnętrzny		Przedsiębiorcy (A+B)			Studenci (C+D)			Ogółem		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
		Liczebność N badania								
WIEK RESPONDENTA [w latach]	18-26	55	40	25	87	70	80	142	110	105
	27-34	20	24	28	4	13	8	24	37	36
	35-44	13	17	40	5	10	12	18	27	52
	45-54	6	14	4	4	7	0	10	21	4
	55+	6	5	3	0	0	0	6	5	3
	Ogółem	100	100	100	100	100	100	200	200	200
		Udział N [w%]								
	18-26	55.0	40.0	25.0	87.0	70.0	80.0	71.0	55.0	52.5
	27-34	20.0	24.0	28.0	4.0	13.0	8.0	12.0	18.5	18.0
	35-44	13.0	17.0	40.0	5.0	10.0	12.0	9.0	13.5	26.0
	45-54	6.0	14.0	4.0	4.0	7.0	0.0	5.0	10.5	2.0
	55+	6.0	5.0	3.0	0.0	0.0	0.0	3.0	2.5	1.5
	Ogółem	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Źródło: badania własne

Tabela 3.12 Struktura badanej grupy ze względu na wykształcenie i profil wykształcenia respondentów

CECHA / Podział wewnętrzny		Przedsiębiorcy (A+B)			Studenci (C+D)			Ogółem		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
		Liczebność N badania								
WYKSZTAŁCENIE	Podstawowe	1	0	0	1	0	0	2	0	0
	Zawodowe	3	1	0	1	1	0	4	2	0
	Średnie	49	74	45	64	81	67	113	155	112
	Wyższe	40	24	55	31	14	33	71	38	88
	Doktorat	7	1	0	3	3	0	10	4	0
	Ogółem	100	100	100	100	99	100	200	199	200
Profil wykształcenia	Techniczne	37	54	34	36	35	20	73	89	54
	Ekonomiczne	33	11	32	35	8	34	68	19	66
	Humanistyczne	8	6	11	6	11	10	14	17	21
	Ogólne	17	23	11	15	34	21	32	57	32
	Inne	5	6	5	8	9	5	13	15	10
	Ogółem	100	100	93	100	97	90	200	197	183
		Udział N [w%]								
WYKSZTAŁCENIE	Podstawowe	1.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0
	Zawodowe	3.0	1.0	0.0	1.0	1.0	0.0	2.0	1.0	0.0
	Średnie	49.0	74.0	45.0	64.0	81.8	67.0	56.5	77.9	56.0
	Wyższe	40.0	24.0	55.0	31.0	14.1	33.0	35.5	19.1	44.0
	Doktorat	7.0	1.0	0.0	3.0	3.0	0.0	5.0	2.0	0.0
	Ogółem	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Profil wykształcenia	Techniczne	37.0	54.0	36.6	36.0	36.1	22.2	36.5	45.2	29.5
	Ekonomiczne	33.0	11.0	34.4	35.0	8.2	37.8	34.0	9.6	36.1
	Humanistyczne	8.0	6.0	11.8	6.0	11.3	11.1	7.0	8.6	11.5
	Ogólne	17.0	23.0	11.8	15.0	35.1	23.3	16.0	28.9	17.5
	Inne	5.0	6.0	5.4	8.0	9.3	5.6	6.5	7.6	5.5
	Ogółem	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Źródło: badania własne

Ankietowani reprezentowali różne branże działalności, które ze względu na specyfikę badania zostały podzielone na 5 grup: (1) handel, (2) budownictwo, (3) przemysł. (4) usługi, (5) inne, pozostałe branże, przy czym wśród ankietowanych wewnątrz zbioru (5) występowało jedynie rolnictwo oraz gazownictwo. Ze względu na zakres badania właściwego (przedsiębiorcy A+B), stwierdzono aktywność gospodarczą jedynie w przypadku przemysłu, usług i innej działalności gospodarczej (tabela 3.13).

Tabela 3.13 Struktura badanej grupy ze względu na branżę działalności

CECHA / Podział wewnętrzny		Przedsiębiorcy (A+B)			Studenci (C+D)			Ogółem		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
		Liczebność N badania								
BRANŻA	Handel	0	0	0	11	11	19	11	11	19
	Budownictwo	0	0	0	6	9	12	6	9	12
	Przemysł	18	14	31	11	21	12	29	35	43
	Usługi	75	84	69	68	58	53	143	142	122
	Inne	7	2	0	4	1	3	11	3	3
	Ogółem	100	100	100	100	100	99	200	200	199
		Udział N [w%]								
	Handel	0.0	0.0	0.0	11.0	11.0	19.2	5.5	5.5	9.5
	Budownictwo	0.0	0.0	0.0	6.0	9.0	12.1	3.0	4.5	6.0
	Przemysł	18.0	14.0	31.0	11.0	21.0	12.1	14.5	17.5	21.6
	Usługi	75.0	84.0	69.0	68.0	58.0	53.5	71.5	71.0	61.3
	Inne	7.0	2.0	0.0	4.0	1.0	3.0	5.5	1.5	1.5
	Ogółem	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Źródło: badania własne

Wśród respondentów dokonano podziału na właścicieli i współwłaścicieli przedsiębiorstw (grupa A+B), oraz pracowników i interim managerów (wśród grupy C+D – osób studiujących, którzy w 100% badanej grupy również byli osobami zatrudnionymi w różnych formach prawnych: umowy o pracę, zlecenie, o dzieło, itp.) Wśród przedsiębiorców dominują osoby będące właścicielami, czyli możemy mówić o klasycznej jednowładzy (odpowiednio w kolejnych latach: 2016 - 56%; 2017 - 70%; 2018 - 62%). Dopełnienie grupy stanową współwłaściciele (tabela 3.14).

Tabela 3.14 Struktura badanej grupy ze względu na status prawny właściciela

CECHA / Podział wewnętrzny		Przedsiębiorcy (A+B)			Studenci (C+D)			Ogółem		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
		Liczebność N badania								
STATUS PRAWNY	Właściciel	56	70	62	0	0	0	56	70	62
	Współwłaściciel	44	30	38	0	0	0	44	30	38
	Interim manager	0	0	0	75	67	56	75	67	56
	Pracownik	0	0	0	25	33	44	25	33	44
	Ogółem	100	100	100	100	100	100	200	200	200

	Udział N [w%]									
	Właściciel	56.0	70.0	62.0	0.0	0.0	0.0	28.0	35.0	31.0
	Współwłaściciel	44.0	30.0	38.0	0.0	0.0	0.0	22.0	15.0	19.0
	Interim manager	0.0	0.0	0.0	75.0	67.0	56.0	37.5	33.5	28.0
	Pracownik	0.0	0.0	0.0	25.0	33.0	44.0	12.5	16.5	22.0
	Ogółem	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Źródło: badania własne

Ze względu na fenomen liczby mikroprzedsiębiorstw w Polsce, utrzymujący się cały czas powyżej średniej unijnej, których statystyki zostały omówione szczegółowo w rozdziale pierwszym oraz ze względu na wyniki badań pilotażowych, odnośnie występowania zjawiska konieczności zakładania własnej działalności, przy aplikowaniu o pracę, a także widoczną tendencję, zatrudniania osób w roli interim managera w przedsiębiorstwach powyżej 25 osób, podzielono uzyskane wywiady na mniejsze struktury badawcze, niż tradycyjny przedział, uwzględniający: mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa otrzymując:

(1) mikroprzedsiębiorców w dywizjach: samozatrudnionych, zatrudniających od 1do 4 osób oraz tych, którzy zatrudniają od 5 do 9 osób, (2) małe - podzielone na dwa przedziały analityczne: firmy zatrudniające od 10 do 24 osób oraz te, które zatrudniają od 25 do 49 pracowników, (3) przedsiębiorstwa średnie pozostały w ujęciu standardowym.

Nie prowadzono badań celowych w dużych firmach, nie wystąpili również respondenci w grupie osób aktywnych zawodowo, pracujący w przedsiębiorstwach tej wielkości, dlatego w kolejnych statystykach wielkość ta nie jest ewidencjonowana (tabela 3.15).

Tabela 3.15 Struktura badanej grupy ze względu na wielkość przedsiębiorstwa

CECHA / Podział wewnętrzny		Przedsiębiorcy (A+B)			Studenci (C+D)			Ogółem		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
		Liczebność N badania								
WIELKOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA	0	18	24	3	0	4	0	18	28	3
	1-4	15	9	9	8	8	0	23	17	9
	5-9	9	16	25	6	4	6	15	20	31
	10-24	10	14	16	8	9	7	18	23	23
	25-49	15	14	23	34	22	36	49	36	59
	50-249	33	23	24	44	53	51	77	76	75
	250+	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Ogółem	100	100	100	100	100	100	200	200	200
		Udział N [w%]								
	0	18.0	24.0	3.0	0.0	4.0	0.0	9.0	14.0	1.5
	1-4	15.0	9.0	9.0	8.0	8.0	0.0	11.5	8.5	4.5
	5-9	9.0	16.0	25.0	6.0	4.0	6.0	7.5	10.0	15.5
	10-24	10.0	14.0	16.0	8.0	9.0	7.0	9.0	11.5	11.5
	25-49	15.0	14.0	23.0	34.0	22.0	36.0	24.5	18.0	29.5
	50-249	33.0	23.0	24.0	44.0	53.0	51.0	38.5	38.0	37.5
	250+	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	Ogółem	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Źródło: badania własne

Kolejnym kryterium podziału był wiek przedsiębiorstwa, który jak również dowiedziono, stanowi znaczącą determinantę rozwoju. Ryzyko bankructwa spada bowiem dopiero po pewnym okresie dojrzałości, a dobór źródeł finansowania uwzględnia parametryzację tego czynnika w aspekcie rynku i pieniężnego i kapitałowego (tabela 3.16).

Tabela 3.16 Struktura badanej grupy ze względu na wiek przedsiębiorstwa

CECHA / Podział wewnętrzny		Przedsiębiorcy (A+B)			Studenci (C+D)			Ogółem		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
		Liczebność N badania								
WIEK PRZEDSIĘBIORSTWA [w latach]	<1	3	11	0	0	2	1	3	13	1
	1-2	23	25	8	22	14	1	45	39	9
	3-5	21	15	18	12	11	10	33	26	28
	6-9	4	12	19	13	14	18	17	26	37
	10-19	15	15	28	26	23	27	41	38	55
	>20	34	22	27	26	33	43	60	55	70
	Ogółem	100	100	100	99	97	100	199	197	200
		Udział N [w%]								
	<1	3.0	11.0	0.0	0.0	2.1	1.0	1.5	6.6	0.5
	1-2	23.0	25.0	8.0	22.2	14.4	1.0	22.6	19.8	4.5
	3-5	21.0	15.0	18.0	12.1	11.3	10.0	16.6	13.2	14.0
	6-9	4.0	12.0	19.0	13.1	14.4	18.0	8.5	13.2	18.5
	10-19	15.0	15.0	28.0	26.3	23.7	27.0	20.6	19.3	27.5
	>20	34.0	22.0	27.0	26.3	34.0	43.0	30.2	27.9	35.0
	Ogółem	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Źródło: badania własne

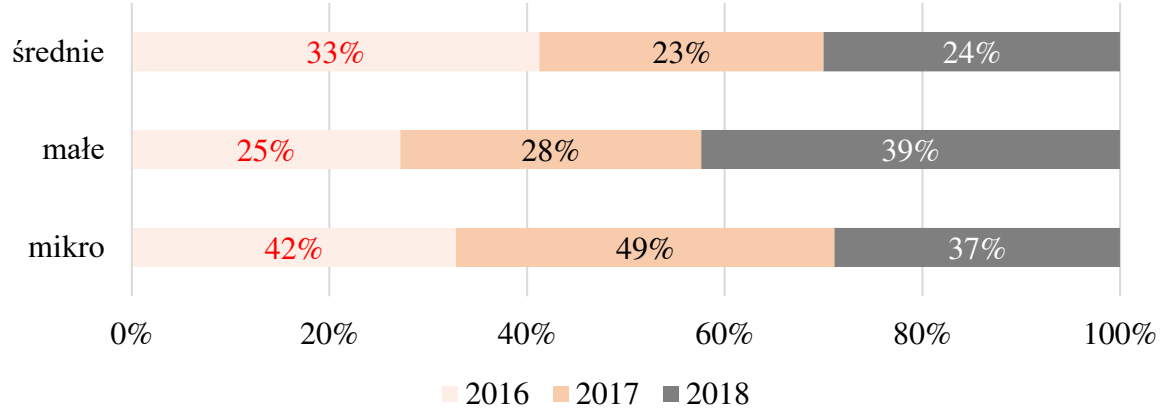
Ostatnia parametryzacja dotyczy zasięgu działalności przedsiębiorstw i perspektyw ich rozwoju. W tym aspekcie przebadano łącznie 64 przedsiębiorstwa o zasięgu lokalnym, 44 – regionalnym, 78 – krajowym, 101 – międzynarodowym, 13 – globalnym (tabela 3.17).

Tabela 3.17 Struktura badanej grupy ze względu na zasięg rynku zbytu

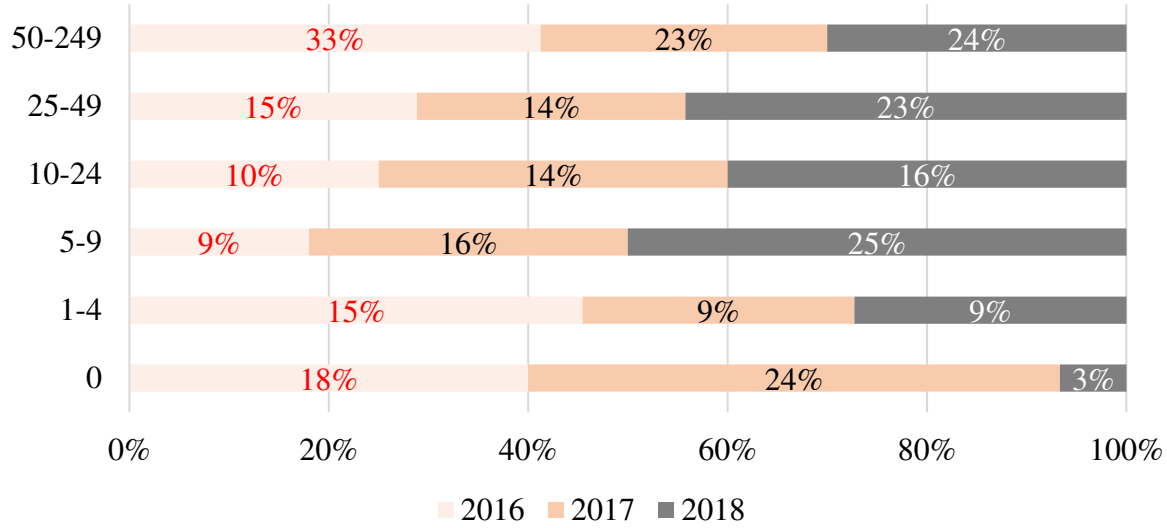
CECHA / Podział wewnętrzny		Przedsiębiorcy (A+B)			Studenci (C+D)			Ogółem		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
		Liczebność N badania								
ZASIĘG RYNKU ZBYTU	Lokalnym	25	26	13	14	14	12	39	40	25
	Regionalnym	14	6	24	14	6	7	28	12	31
	Krajowym	30	27	21	14	25	42	44	52	63
	Międzynarodowym	31	41	29	58	55	34	89	96	63
	Globalnym	0	0	13	0	0	5	0	0	18
	Ogółem	100	100	100	100	100	100	200	200	200
		Udział N [w%]								
	Lokalnym	25.0	26.0	13.0	14.0	14.0	12.0	19.5	20.0	12.5
	Regionalnym	14.0	6.0	24.0	14.0	6.0	7.0	14.0	6.0	15.5
	Krajowym	30.0	27.0	21.0	14.0	25.0	42.0	22.0	26.0	31.5
	Międzynarodowym	31.0	41.0	29.0	58.0	55.0	34.0	44.5	48.0	31.5
	Globalnym	0.0	0.0	13.0	0.0	0.0	5.0	0.0	0.0	9.0
	Ogółem	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Źródło: badania własne

Opisane kryteria pomiaru, klasyfikowane ze względów indywidualnej parametryzacji badania, w głównych podsumowaniach będą prezentowane w klasycznym ujęciu z podziałem na wielkość przedsiębiorstwa oraz wiek respondenta i przedsiębiorstwa (wykres 3.7 i 3.8).



Wykres 3.7 Struktura przedsiębiorstw według wielkości przedsiębiorstwa
Źródło: badania własne



Wykres. 3.8 Szczegółowa struktura przedsiębiorstw według wielkości przedsiębiorstwa
Źródło: badania własne

Wyniki badań wykazały, iż w kolejnych latach wśród respondentów najwięcej było firm mikro (2016 i 2017) oraz małych (2018) (wykres 3.7). Ze względu na strukturę wewnętrzną badania, wśród mikro w 2016 roku i 2017 roku najwięcej było samozatrudnionych (odpowiednio: 18% i 24%), a w 2017 roku wśród małych przedsiębiorstw najwięcej było zatrudniających powyżej 25 osób (23%) (wykres 3.8).

3.3 Metody i narzędzia badawcze

Prowadząc badania naukowe często można napotkać na znaczące ograniczenia - zarówno w zakresie narzędzi umożliwiających w sposób skuteczny, jak i w zakresie akceptowalnego błędu - umożliwiające przebadanie kompletnej, wybranej i zdefiniowanej populacji. Wymusza to dobory prób, które są dobierane losowo, aby móc zbudować obraz całości. Pojawia się zatem w sposób naturalny pytanie dotyczące wiarygodności uzyskanych na tej drodze wyników, będących wyselekcjonowanym doborem próby. Przyjęta w dysertacji metoda badawcza bazuje na wnioskowaniu statystycznym, będącym działem statystyki, zajmującym się uogólnianiem wyników uzyskanych z próby losowej na całą populację generalną oraz szacowaniem błędów związanych z tym uogólnianiem. Na wnioskowanie statystyczne można spojrzeć jako na pewną procedurę, pozwalającą wyciągnąć wnioski na temat prawdziwości postawionych hipotez. Stanowi ono próbę ustalenia, czy zaproponowane zależności między zmiennymi rzeczywiście przyjmują opisany kształt.

Niezależnie od stosowanego testu statystycznego w procedurze wnioskowania można wyróżnić kilka wspólnych etapów:

(1) ustalenie schematu badania oraz sposobu pomiaru zmiennych (np. pomiar zmiennych na skali nominalnej)

(2) wybór adekwatnego testu statystycznego (np. test niezależności Chi-kwadrat)

(3) sformułowanie hipotezy zerowej (jest to hipoteza związana z danym testem statystycznym, z reguły zakłada ona brak związku między zmiennymi), która będzie weryfikowana (np. zmienne są niezależne)

(4) obliczenie wartości statystyki testowej

(5) podjęcie decyzji o odrzuceniu lub nie hipotezy zerowej

(6) interpretację wyników często w oparciu o statystyki opisowe (Bedyńska & Brzezicka, 2007, s.163).

Praktyka badawcza wskazuje, iż decyzje o odrzuceniu lub przyjęciu hipotezy zerowej podejmuje się w oparciu o tzw. empiryczny poziom istotności (p-value). Oznacza to formalne uwzględnienie prawdopodobieństwa popełnienia błędu pierwszego rodzaju, czyli odrzucenia prawdziwej hipotezy zerowej – wielkości minimalizowanej. W naukach społecznych, przyjmuje się poziom istotności $\alpha=0.05$, który został przyjęty dla wszystkich testów w dysertacji. Ważnym elementem tak przeprowadzanych analiz jest fakt, iż uzyskanie wyniku nie będącym istotnym nie jest jednoznaczne ze stwierdzeniem, iż hipoteza zerowa jest prawdziwa,

a jedynie uznanie, że nie ma w danym momencie wystarczająco silnych dowodów, aby ją odrzucić. Do uzyskania prezentowanych w dysertacji wyników badań własnych, zastosowano testy statystyczne przeznaczone dla badań w naukach społecznych:

(1) test niezależności Chi-kwadrat
(2) test t-Studenta dla prób niezależnych
(3) test U Manna-Whitneya
(4) jednoczynnikowa analiza wariancji w schemacie międzygrupowym (ANOVA)
(5) współczynnik korelacji Pearsona
(6) iloraz wiarygodności
(7) test związku liniowego
(8) narzędzia analizy matematycznej.

(1) Test niezależności Chi-kwadrat (χ^2) służy sprawdzaniu związku między dwiema zmiennymi mierzonymi na słabych skalach pomiarowych (skali nominalnej lub porządkowej). Zestaw hipotez w przypadku omawianego testu prezentuje się następująco:
H0: zmienne w populacji są niezależne, H1: zmienne w populacji nie się niezależne.

Idea obliczenia statystyki testowej polega na porównaniu liczebności obserwowanych, z liczebnościami teoretycznymi, czyli takimi, których można się spodziewać, gdyby rzeczywiście analizowane zmienne były niezależne. Następnie dokonuje się porównań, na ile obserwowany rozkład zmiennych różni się od rozkładu teoretycznego i jeśli te różnice są statystycznie odpowiednio duże, otrzymany wynik daje podstawy do odrzucenia H0 i uznania zaobserwowanego związku zmiennych za istotny statystycznie (Bedyńska, 2007, s.167). Statystyka testowa jest obliczana według wzoru 3.1:

$$\chi^2 = \sum \frac{(O-E)^2}{E}$$

gdzie: O – liczebności obserwowane, E – liczebności teoretyczne

Wzór 3.1 Statystyka testowa według rozkładu χ^2

Źródło: Bedyńska, Brzezicka, 2007, s.67

Stopnie swobody w przypadku testu Chi-kwadrat oblicza się według wzoru 3.2.:

df = (liczba kategorii pierwszej zmiennej – 1) * (liczba kategorii drugiej zmiennej – 1)

Wzór 3.2 Stopnie swobody testu χ^2

Źródło: Bedyńska, Brzezicka, 2007, s.67

Rozkład Chi-kwadrat w zależności od liczby stopni swobody przyjmuje inny rozkład, w którym „p” oznacza wartość chi-kwadrat Pearsona - wartość istotności asymptotycznej dwustronnej.

(2) test t-Studenta dla prób niezależnych

Jak wspomniano na wstępie, sytuacja, w której znane są parametry populacji jest niespotykana. Zwykle dysponowane statystyki odnośnie przeprowadzonej próby powinny pozwalać na określenie różnic między dokonanymi pomiarami oraz określać ich determinanty (Nawojczyk, 2010, s.141). Sytuacja badawcza, będąca próbą porównania dwóch grup (prób) niezależnych, w aspekcie średniego poziomu pewnej zmiennej ilościowej powoduje stosowanie tzw. testu t-Student, dla prób niezależnych - pobranych niezależnie od siebie, z których jedna stanowi grupę eksperymentalną, a druga kontrolną. Innymi słowy jest to sytuacja, w której jedna zmienna przyjmuje dwie wartości na skali nominalnej, a druga jest mierzona na skali ilościowej. W przypadku omawianego testu zestaw hipotez można przedstawić w następujący sposób: H0: $\mu 1 = \mu 2$ (średnie w obu populacjach są sobie równe), H1: $\mu 1 \neq \mu 2$ (średnie w obu populacjach nie są sobie równe). Obliczenia statystyki testowej t dokonuje się według wzoru 3.3:

$$t_{emp} = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{\sqrt{\frac{n_1 s_1^2(x) + n_2 s_2^2(x)}{n_1 + n_2 - 2}\left(\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}\right)}}$$

gdzie:

$\bar{x}_1$, $\bar{x}_2$ - średnie z próby 1 i 2

$s_1^2(x)$, $s_2^2(x)$ - odchylenia standardowe z próby 1 i 2

n_1, n_2 - liczebności próby 1 i 2

Wzór 3.3 Statystyka testowa t

Źródło: Nawojczyk, 2010, s.141

Stopnie swobody w przypadku testu t-Studenta realizuje zależność wzoru 3.4:

$$df = n1 + n2 - 2$$

Wzór 3.4 Stopnie swobody testu t-Student

Źródło: Nawojczyk, 2010, s.141

Istnieje dodatkowe założenie testu t-Studenta: w obu grupach wariancje są podobne. Sprawdzalności dokonuje się przy użyciu testu Levene'a jednorodności wariancji. W przypadku uzyskania wartości istotnej testu należy zastosować tzw. poprawkę Welcha (Bedyńska & Brzezicka, 2007, s.200).

(3) test U Manna-Whitneya zastosowano w przypadku procedur statystycznych opartych na rankingach. Zmienne są mierzone na skali porządkowej, lub gdy założenia testu t-Studenta dla prób niezależnych są poważnie złamane. Według Amira Aczela w sytuacji, gdy spełnione są

założenia danego testu parametrycznego, test oparty na rankingach osiąga aż 95% efektywności (czyli zdolność do odrzucenia fałszywej hipotezy zerowej) tego pierwszego (Aczel, 2000, s.716). Układ hipotez w przypadku omawianego testu przedstawia się następująco:

H0: rozkłady dwóch populacji są identyczne, H1: rozkłady dwóch populacji nie są identyczne.

Natomiast statystyka testowa obliczana jest według wzoru 3.5:

$$U = n_1 n_2 + \frac{n_1(n_1 + 1)}{2} - R_1$$

gdzie: n_1, n_2 – liczebności populacji 1 i 2, R_1 – suma rang populacji 1

Wzór 3.5 Statystyka testowa U Manna-Whitneya

Źródło: Aczel, 2000, s.717

(4) jednoczynnikowa analiza wariancji w schemacie międzygrupowym (ANOVA)

Celem porównania średnich, więcej niż dwóch grup niezależnych, zastosowano procedurę statystyczną nazywaną analizą wariancji (ANOVA).

Wśród podstawowych założeń analizy wariancji, można wymienić następujące:

(1) zmienna grupująca ma więcej niż 2 kategorie a zmienna, której średnie wartości są porównywane ma charakter ilościowy
(2) rozkłady cech w grupach są normalne
(3) wariancje cech w grupach są równe
(4) grupy są niezależne (Malarska, 2005, s.171)

Ogólna idea analizy wariancji sprowadza się do porównania wariancji międzygrupowej z wariancją wewnątrzgrupową. Jeśli wariancja międzygrupowa będzie przyjmować zdecydowanie większe wartości od wariancji wewnątrzgrupowej, wtedy można uznać, iż analizowane różnice między grupami mają charakter systematyczny. W tym celu obliczana jest statystyka F (wzór 3.6):

$$F = \frac{MS_{MG}}{MS_{WG}}$$

gdzie: MS_{MG} – wariancja międzygrupowa, MS_{WG} – wariancja wewnątrzgrupowa (wariancja błędu)

Wzór 3.6 ANOVA

Źródło: Bedyńska & Brzecicka, 2007, s.211

Hipotezy przyjmują postać: H0: $\mu 1 = \mu 2 = ... = \mu n$ (średnie grupowe są sobie równe), H1: chociaż jedna para średnich grupowych nie jest równa.

Procedura statystyczna polega na otrzymaniu wartości statystyki F oraz odpowiadającego mu empirycznego poziomu istotności. Jeśli wynik testu jest istotny, wykonany został test tzw. porównań post-hoc, których idea sprowadza się do porównania

każdej grupy z każdą. Do otrzymania wyników końcowych zastosowano test post-hoc Tukey'a (Bedyńks & Brzezicka, 2007, s.221).

(5) współczynnika korelacji Pearsona

Do analizy i wniosków, szczególnie w badaniu zachodzących zależności, użyto współczynnika korelacji Pearsona. Otrzymany znak korelacji przyjmujący dwie wartości: dodatnią lub ujemną, mieszczącą się w przedziale zamkniętym [-1,1], wskazującą kierunek rozpatrywania powiązanych zmiennych niezależnych ze zmiennymi zależnymi. Określa między zmiennymi losowymi poziom zależności liniowej. Współczynnik korelacji liniowej stanowi natomiast iloraz kowariancji i iloczynu odchyleń standardowych tych zmiennych. Im większa jest jego wartość bezwzględna, tym zależność liniowa jest silniejsza. Dla zmiennych o dyskretnych rozkładach współczynnik korelacji Pearsona przyjmuje postać wzoru 3.7:

$$r_{XY} = \frac{\operatorname{cov}(X,Y)}{\sigma_X \sigma_Y} = \frac{\left(\sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{m} P(X=x_i, Y=y_j)x_i y_j\right) - \overline{X}\,\overline{Y}}{\sqrt{\left(\sum_{i=1}^{n} P(X=x_i)x_i^2\right) - \overline{X}^2}\sqrt{\left(\sum_{i=1}^{m} P(Y=y_i)y_i^2\right) - \overline{Y}^2}}$$

gdzie:

x i y o zmienne losowe o rozkładach ciągłych, x_i i y_i stanowią wartości prób losowych tych zmiennych i = (1,2,….n), $\bar{x}$ i $\bar{y}$ to wartości średnie tych prób

Wzór 3.7 Współczynnik korelacji Pearsona

Źródło: Bedyńska & Brzezicka, 2007

(6) iloraz wiarygodności stanowiący rzeczywisty test Chi-kwadrat obliczany na podstawie regresji logistycznej.

(7) test związku liniowego stosowany jest w przypadku zmiennych mierzonych na skali ilościowej i weryfikacji hipotez dotyczących istnienia liniowego związku miedzy zmiennymi, przy zastosowaniu współczynnika korelacji.

(8) narzędzia analizy matematycznej

Celem prezentacji trendów, udziałów oraz występujących sprzężeń i korelacji, zastosowano narzędzia analizy matematycznej pozwalające na zweryfikowanie otrzymanych wyników i zaprezentowanie ich w postawi, zestawień tabelarycznych, wykresów bądź grafów, prezentujących zauważone filiacje.

Rozdział IV
WYKORZYSTYWANIE INSTRUMENTÓW RYNKU KAPITAŁOWEGO W ZARZĄDZANIU FINANSAMI MIKRO, MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW W ŚWIETLE BADAŃ EMPIRYCZNCH

4.1 Wewnętrzne uwarunkowania wyboru źródeł finansowania związane z przedsiębiorcą

Wewnętrze uwarunkowania wyboru źródeł finansowania w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach można podzielić na związane z cechami przedsiębiorcy i cechami przedsiębiorstwa (tabela 2.1, s.75). W związku z tym podjęto próbę weryfikacji postawionych hipotez badawczych przeprowadzając każde badanie według tego samego schematu - opisanego szczegółowo w rozdziale trzecim - porównując kolejno otrzymane wyniki wśród wszystkich respondentów (grupy: A+B+C+D), a następnie tylko wśród przedsiębiorstw A (korzystających) i B (niekorzystających z rozwiązań rynku kapitałowego). Liczebność N badania określa liczbę odpowiedzi udzielonych w 600 ankietach. Nie wszyscy respondenci jednak zawsze udzielali odpowiedzi na każde zadane pytanie i w każdej badanej kwestii, stąd występuje zmienna liczebność próby w poszczególnych badanych kryteriach, dowodzących prawdziwości postawionych hipotez badawczych.

4.1.1 Cechy przedsiębiorcy

Podjęto próbę weryfikacji zależności istniejących pomiędzy umiejętnością rozróżniania instrumentów rynku kapitałowego od pieniężnego a cechami przedsiębiorcy: płcią, jego wiekiem oraz stopniem i profilem wykształcenia. Wyniki badania przeprowadzonego na próbie ogólnej N=575 - ponieważ 25 respondentów (4.16%) nie udzieliło odpowiedzi w badanym kryterium - wykazały, iż rozróżnianie instrumentów rynku finansowego jest trudno weryfikowalne dla każdej płci (odpowiednio: 62.4% mężczyzn i 65.3% kobiet nie potrafi dokonać rozróżnienia). Weryfikacja istnienia zależności nastąpiła przez tabelę kontyngencji i postawienie hipotezy badawczej dotyczącej niezależności analizowanych cech testem chi-kwadrat (tabela 4.1).

Występujące zależności pomiędzy wpływem płci na rozróżnianie instrumentów rynku kapitałowego, zweryfikowano wyliczając wartość istotności asymptotycznej (tabela 4.1). Stwierdzono, iż wartość chi-kwadrat Pearsona jest większa niż poziom istotności $\alpha = 0.05$, przy założeniu liczby stopni swobody df=1, zatem nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy badawczej: analizowane cechy są niezależne od siebie, co dodatkowo potwierdził test Fishera.

Tabela 4.1 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według płci respondentów

Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego		Płeć		Ogółem
		Mężczyzna	Kobieta	
Tak	Liczebność N	108	100	208
	% z N	37.6%	34.7%	36.2%
Nie	Liczebność N	179	188	367
	% z N	62.4%	65.3%	63.8%
Ogółem	Liczebność N	287	288	575
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat	Wartość	df = liczba stopni swobody	Istotność asymptotyczna / *dokładna* (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	0.527	1	0.468
Poprawka na ciągłość	0.408	1	0.523
Iloraz wiarygodności	1	1	0.4679
Dokładny test Fishera			*0.4881*
Test związku liniowego	0.525747281	1	0.4684
N ważnych obserwacji	575		

Źródło: badania własne

Odrębnej analizie poddano wyselekcjonowane grupy: przedsiębiorców A - korzystających z rozwiązań rynku kapitałowego - i przedsiębiorców B - niekorzystających z tych rozwiązań (tabel 4.2 i 4.3).

Przedsiębiorcy A

Tabela 4.2 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według płci przedsiębiorców A

Informacja o analizowanych danych[a]

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [w %]	N	Udział [w%]	N	Udział [w%]
	86	94.5%	5	5.5%	91	100.0%

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego		Płeć		Ogółem
		Mężczyzna	Kobieta	
Tak	Liczebność	18	19	37
	% z Płeć	41.9%	44.2%	43.0%
Nie	Liczebność	25	24	49
	% z Płeć	58.1%	55.8%	57.0%
Ogółem	Liczebność	43	43	86
	% z Płeć	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna / *dokładna* (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	0.047b	1	0.828
Poprawka na ciągłość[c]	0.000	1	1.000
Iloraz wiarygodności	0.047	1	0.828
Dokładny test Fishera			*1.000*
Test związku liniowego	0.047	1	0.829
N ważnych obserwacji	86		

a. Przedsiębiorcy A; b. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 18.50; c. Obliczone wyłącznie dla tabeli 2x2

Źródło: badania własne

Przedsiębiorcy B

Tabela 4.3 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według płci przedsiębiorców B

Informacja o analizowanych danych[a]

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [w%]	N	Udział [w%]	N	Udział [w%]
	203	97.1%	6	2.9%	209	100.0%

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego		Płeć		Ogółem
		Mężczyzna	Kobieta	
Tak	Liczebność N	46	25	71
	% z N	38.0%	30.5%	35.0%
Nie	Liczebność N	75	57	132
	% z N	62.0%	69.5%	65.0%
Ogółem	Liczebność N	121	82	203
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna / *dokładna* (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	1.218b	1	0.270
Poprawka na ciągłość[c]	0.910	1	0.340
Iloraz wiarygodności	1.228	1	0.268
Dokładny test Fishera			*0.296*
Test związku liniowego	1.212	1	0.271
N ważnych obserwacji		203	

a. Przedsiębiorcy B; b. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną <5. Min liczebność wynosi 28.68.
c. Obliczone wyłącznie dla tabel *2x2*

Miary symetryczne[a]		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.077	0.270
N ważnych obserwacji		203	

a. Przedsiębiorcy B
Źródło: badania własne

Badając umiejętność rozróżnianie instrumentów rynku finansowego według płci przeanalizowano statystyki na próbach $N_A = 86$ i $N_B = 203$. Jednocześnie stwierdzono pewną sprzeczność, polegająca na tym, iż ponad połowa przedsiębiorców A nie potrafi wskazać instrumentów rynku kapitałowego (odpowiednio 58.1% mężczyzn i 57.0% kobiet) (tabela 4.2 i 4.3). W obu grupach chi kwadrat otrzymano wyższy niż poziom istotności α, dlatego nie istnieje zależność stochastyczna i nie ma podstaw do odrzucenia weryfikowanej hipotezy w przypadku obu grup przedsiębiorców (A i B) (tabela 4.2 i 4.3). Zatem,

H1PŁEĆ: Cecha przedsiębiorcy: - płeć - wyznacza poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego nie została potwierdzona.

Kolejną analizowaną cechę stanowi wiek respondenta. Zależność stochastyczna dla populacji N=575 nie wystąpiła (tabela 4.4), dlatego poddano szczegółowej analizie wyniki badania uzyskane od przedsiębiorców A i B (tabela 4.5 i 4.6).

Tabela 4.4 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wieku respondentów

Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego		Wiek respondenta [w latach]					
		18-26	27-34	35-44	45-54	55+	Ogółem
Tak	Liczebność N	121	32	39	10	6	208
	% z N	35.1%	34.4%	44.3%	28.6%	42.9%	36.2%
Nie	Liczebność N	224	61	49	25	8	367
	% z N	64.9%	65.6%	55.7%	71.4%	57.1%	63.8%
Ogółem	Liczebność N	345	93	88	35	14	575
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	3.982[a]	4	0.408
Iloraz wiarygodności	3.942	4	0.414
Test związku liniowego	0.466	1	0.495
N ważnych obserwacji	575		

a. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Minimalna liczebność oczekiwana wynosi 5.06
Źródło: badania własne

Przedsiębiorcy A

Tabela 4.5 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wieku przedsiębiorców A

Informacja o analizowanych danych[a]

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział [%]	N	Udział [%]
	86	94.5%	5	5.5%	91	100.0%

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego		Wiek respondenta [w latach]					Ogółem
		18-26	27-34	35-44	45-54	55+	
Tak	Liczebność N	13	5	12	3	4	37
	% z N	43.3%	41.7%	50.0%	30.0%	40.0%	43.0%
Nie	Liczebność N	17	7	12	7	6	49
	% z N	56.7%	58.3%	50.0%	70.0%	60.0%	57.0%
Ogółem	Liczebność N	30	12	24	10	10	86
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	1.216b	4	0.875
Iloraz wiarygodności	1.238	4	0.872
Test związku liniowego	0.093	1	0.760
N ważnych obserwacji	86		

Miary symetryczne[a]		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.118	0.875
N ważnych obserwacji		86	

a.Przedsiębiorcy A

b. 20.0% komórek (2) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 4.30.

Źródło: badania własne

Przedsiębiorcy B

Tabela 4.6 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wieku przedsiębiorców B

Informacja o analizowanych danych[a]

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział [%]	N	Udział [%]
	203	97.1%	6	2.9%	209	100.0%

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego		Wiek respondenta [w latach]					Ogółem
		18-26	27-34	35-44	45-54	55+	
Tak	Liczebność N	30	20	15	4	2	71
	% z N	33.3%	35.1%	39.5%	28.6%	50.0%	35.0%
Nie	Liczebność N	60	37	23	10	2	132
	% z N	66.7%	64.9%	60.5%	71.4%	50.0%	65.0%
Ogółem	Liczebność N	90	57	38	14	4	203
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	1.095b	4	0.895
Iloraz wiarygodności	1.079	4	0.898
Test związku liniowego	0.204	1	0.652
N ważnych obserwacji	203		

Miary symetryczne[a]		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.073	0.895
N ważnych obserwacji		203	

a. Przedsiębiorcy B

b. 30.0% komórek (3) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 1.40.

Źródło: badania własne

Wartości poszczególnych statystyk dowodzą braku zbieżności stochastycznej. Wartość χ^2 w przypadku przedsiębiorców A wyniosła 0.875 a przedsiębiorców B 0.895, zatem oba uzyskane wyniki w sposób silny odbiegają od poziomu istotności α, przy liczbie stopni swobody df=4 (tabele 4.5 i 4.6). W związki z tym nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy badawczej zgodnej z złożeniami testu, iż zmienne są niezależne, bowiem uzyskane wyniki pozostają nieistotne stochastycznie. Zatem,

H1WIEK: Cecha przedsiębiorcy: wiek respondenta wyznacza poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego nie została potwierdzona.

Kolejną analizowaną cechą przedsiębiorcy, będącą wewnętrznym uwarunkowaniem wpływającym w sposób bezpośredni na wybór źródeł finansowania jest wykształcenie respondenta, które zostało poddane szczegółowemu badaniu i analizie uzyskanych wyników (tabele 4.7, 4.8 i 4.9).

Tabela 4.7 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wykształcenia respondentów

Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego		Wykształcenie					
		Podstawowe	Zawodowe	Średnie	Wyższe	Doktorat	Ogółem
Tak	Liczebność N	1	1	118	86	2	208
	% z N	50.0%	16.7%	32.2%	46.5%	14.3%	36.2%
Nie	Liczebność N	1	5	249	99	12	366
	% z N	50.0%	83.3%	67.8%	53.5%	85.7%	63.8%
Ogółem	Liczebność M	2	6	367	185	14	574
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat	Wartość	df = stopnie swobody	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	15.139[a]	4	0.004
Iloraz wiarygodności	15.500	4	0.004
Test związku liniowego	4.259	1	0.039
N ważnych obserwacji	574		

a. 40.0% komórek (4) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Mini. liczebność oczekiwana wynosi 0.7
Źródło: badania własne

Przedsiębiorcy A

Tabela 4.8 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wykształcenia przedsiębiorców A

Informacja o analizowanych danych[a]

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [w %]	N	Udział [w %]	N	Udział [w %]
	86	94.5%	5	5.5%	91	100.0%

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego		Wykształcenie					Og
		Podstawowe	Zawodowe	Średnie	Wyższe	MBA / Doktorat	
Tak	Liczebność N	1	0	19	16	1	
	% z N	100.0%	0.0%	38.0%	53.3%	33.3%	4
Nie	Liczebność	0	2	31	14	2	
	% z N	0.0%	100.0%	62.0%	46.7%	66.7%	5
Ogółem	Liczebność	1	2	50	30	3	
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	10

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	4.765b	4	0.312
Iloraz wiarygodności	5.861	4	0.210
Test związku liniowego	0.557	1	0.456
N ważnych obserwacji	86		

Miary symetryczne[a]		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.229	0.312
N ważnych obserwacji		86	

a. Przedsiębiorcy A
b. 60.0% komórek (6) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi .43.
Źródło: badania własne

Przedsiębiorcy B

Tabela 4.9 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wykształcenia przedsiębiorców B

Informacja o analizowanych danych[a]

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [w %]	N	Udział [w %]	N	Udział [w %]
	203	97.1%	6	2.9%	209	100.0%

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego		Wykształcenie				
		Zawodowe	Średnie	Wyższe	Doktorat	
Tak	Liczebność N	1	35	34	1	71
	% z N	50.0%	30.7%	41.5%	20.0%	35.0%
Nie	Liczebność N	1	79	48	4	132
	% z N	50.0%	69.3%	58.5%	80.0%	65.0%
Ogółem	Liczebność N	2	114	82	5	203
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczn (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	3.125b	3	0.373
Iloraz wiarygodności	3.144	3	0.370
Test związku liniowego	0.847	1	0.357
N ważnych obserwacji	203		

Miary symetryczne[a]		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.123	0.373
N ważnych obserwacji		203	

a. Przedsiębiorcy B
b. 50.0% komórek (4) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Minimalna liczebność oczekiwana wynosi .7
Źródło: badania własne

Wartości poszczególnych statystyk dowodzą braku zbieżności stochastycznej. Wartość χ^2 w przypadku przedsiębiorców A wyniosła 0.312, a przedsiębiorców B 0.373, a oba uzyskane wyniki są wyższe niż zakładany poziom istotności α, przy liczbie stopni swobody df=3, co potwierdził dodatkowo test związku liniowego (tabele 4.8 i 4.9). Zatem nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy badawczej zgodnej z złożeniami testu, iż zmienne są niezależne, bowiem uzyskanie wyniki pozostają nieistotne stochastycznie. Zatem,

H1WYKSZTAŁCENIE: Cecha przedsiębiorcy: wykształcenie respondenta wyznacza poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego nie została potwierdzona.

Ostatnią badaną zależnością dotycząca cech przedsiębiorcy jest profil wykształcenia respondenta. Wyniki uwzględniające profil wykształcenia: techniczny, ekonomiczny, humanistyczny, ogólny i inny, w każdym z analizowanych czynników, statystyki liczebności testowej są >0, pozwalają zatem na zastosowanie testu chi - kwadrat (tabele: 4.10, 4.11, i 4.12).

Tabela 4.10 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według profilu wykształcenia respondentów

Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego		Profil wykształcenia					Ogółem
		Techniczne	Ekonomiczne	Humanistyczne	Ogólne	Inne	
Tak	Liczebność N	59	83	23	32	6	203
	% z N	28.5%	56.1%	46.0%	27.8%	15.8%	36.4%
Nie	Liczebność N	148	65	27	83	32	355
	% z N	71.5%	43.9%	54.0%	72.2%	84.2%	63.6%
Ogółem	Liczebność N	207	148	50	115	38	558
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	42.965[a]	4	0.000
Iloraz wiarygodności	43.079	4	0.000
Test związku liniowego	2.101	1	0.147
N ważnych obserwacji	558		

a. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 13.82
Źródło: badania własne

Przedsiębiorcy A

Tabela 4.11 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według profilu wykształcenia przedsiębiorców A

Informacja o analizowanych danych[a]

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [w%]	N	Udział [w%]	N	Udział [w%]
	86	94.5%	5	5.5%	91	100.0%

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego		Profil wykształcenia					Ogółem
		Techniczne	Ekonomiczne	Humanistyczne	Ogólne	Inne	
Tak	Liczebność N	14	13	6	4	0	37
	% z N	36.8%	56.5%	66.7%	30.8%	0.0%	43.0%
Nie	Liczebność N	24	10	3	9	3	49
	% z N	63.2%	43.5%	33.3%	69.2%	100.0%	57.0%
Ogółem	Liczebność N	38	23	9	13	3	86
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	7.416b	4	0.115
Iloraz wiarygodności	8.527	4	0.074
Test związku liniowego	0.214	1	0.644
N ważnych obserwacji	86		

Miary symetryczne[a]		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.282	0.115
N ważnych obserwacji		86	

a. Przedsiębiorcy A
b. 30.0% komórek (3) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 1.29.
Źródło: badania własne

Przedsiębiorcy B

Tabela 4.12 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według profilu wykształcenia przedsiębiorców B

Informacja o analizowanych danych[a]

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [w%]	N	Udział [w%]	N	Udział [w%]
	199	95.2%	10	4.8%	209	100.0%

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego		Profil wykształcenia					Ogółem
		Techniczne	Ekonomiczne	Humanistyczne	Ogólne	Inne	
Tak	Liczebność N	24	27	8	9	1	69
	% z N	29.6%	50.9%	53.3%	24.3%	7.7%	34.7%
Nie	Liczebność N	57	26	7	28	12	130
	% z N	70.4%	49.1%	46.7%	75.7%	92.3%	65.3%
Ogółem	Liczebność N	81	53	15	37	13	199
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	15.337b	4	0.004
Iloraz wiarygodności	16.136	4	0.003
Test związku liniowego	1.602	1	0.206
N ważnych obserwacji	199		

Miary symetryczne[a]		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.267	0.004
N ważnych obserwacji		199	

a. Przedsiębiorcy B

b. 10.0% komórek (1) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Minimalna liczebność oczekiwana wynosi 4.51

Źródło: badania własne

Szczegółowa analiza uzyskanych obliczeń i statystyk dowodzi innych wyników dla przedsiębiorców A i B. O braku zbieżności stochastycznej ze względu na wartość χ^2 można stwierdzić poprzez uzyskane wyniki badań dla przedsiębiorców A = 0.115 (tabela 4.11). Natomiast wartość statystyki testowej χ^2 dla przedsiębiorców B = 0.004 jest mniejsza niż poziom istotności $\alpha = 0.05$ przy liczba stopni swobody df = 4, dlatego zależność istnieje. Stąd istnieją podstawy do odrzucenia hipotezy badawczej o niezależności zmiennych (tabela 4.12). Zatem,

H1PROFIL WYKSZTAŁCENIA PRZEDSIĘBIORCÓW A: Cecha przedsiębiorcy: profil wykształcenia respondenta wyznacza poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego nie została potwierdzona.

H1PROFIL WYKSZTAŁCENIA PRZEDSIĘBIORCÓW B: Cecha przedsiębiorcy: profil wykształcenia respondenta wyznacza poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego została potwierdzona.

4.1.2 Znaczenie digitalizacji

Rola Internetu od powstania i celu przeznaczenia diametralnie uległa zmianie. Dostęp on-line do informacji stanowi we współczesnej gospodarce globalnej, jeden z ważniejszych elementów, zwiększających szansę osiągnięcia sukcesu w biznesie. Wartość informacji ma bowiem szczególne znaczenie w gospodarce opartej na wiedzy. Stąd badaniem objęto umiejętności wyszukiwania informacji o możliwościach poszukiwania skutecznego źródła finansowania, a także firm konsultingowych wspierających przedsiębiorców w poszczególnych etapach rozwoju ich firm. Uzyskane odpowiedzi zostały przeanalizowane z uwzględnieniem wcześniej opisanego podziału wewnątrz mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, ze względu na szczególne znaczenie najmniejszych z nich i problematykę formy samozatrudnienia. Podstawowym kryterium dokonania klasyfikacji było korzystanie z rozwiązań rynku kapitałowego i instrumentów oferowanych przez ten rynek (tabela 4.13)

Tabela 4.13 Umiejętność wykorzystywania Internetu w skutecznym pozyskiwaniu źródeł finansowania według wielkości przedsiębiorstwa

Umiejętność poszukiwania informacji w Internecie wśród przedsiębiorców korzystających z rynku kapitałowego		Wielkość przedsiębiorstwa						Ogółem
		0	1-4	5-9	10-24	25-49	50-249	
Tak	Liczebność N	12	19	14	16	41	44	146
	% z N	24.5%	38.8%	21.2%	25.0%	28.7%	19.4%	24.4%
Nie	Liczebność N	37	30	52	48	102	183	452
	% z N	75.5%	61.2%	78.8%	75.0%	71.3%	80.6%	75.6%
Ogółem	Liczebność N	49	49	66	64	143	227	598
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	10.373[a]	5	0.065
Iloraz wiarygodności	9.959	5	0.076
Test związku liniowego	2.780	1	0.095
N ważnych obserwacji	598		

a. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 11.96

Miary symetryczne		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.131	0.065
N ważnych obserwacji		598	

Źródło: badania własne

Ankietowani zostali zapytani o stan posiadanej wiedzy na temat możliwych instytucji wspierających dostęp do skutecznych źródeł finansowania, a także informacji, które mogliby sami pozyskać za pośrednictwem stron internetowych, bez konieczności angażowania dodatkowego czasu (tabela 4.14).

Tabela 4.14 Umiejętność wykorzystywania Internetu w skutecznym pozyskiwaniu informacji o instytucjach rynku kapitałowego według wielkości przedsiębiorstwa

Czy wiedzą Państwo gdzie poszukiwaliby źródeł finansowania		Wielkość przedsiębiorstwa						Ogółem
		0	1-4	5-9	10-24	25-49	50-249	
Nie, nie wiem	Liczebność N	21	13	25	27	50	92	228
	% z N	42.9%	26.5%	37.9%	42.2%	34.7%	40.4%	38.0%
Tak, wiem	Liczebność N	28	36	41	37	94	136	372
	% z N	57.1%	73.5%	62.1%	57.8%	65.3%	59.6%	62.0%
Ogółem	Liczebność N	49	49	66	64	144	228	600
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	4.895[a]	5	0.429
Iloraz wiarygodności	5.029	5	0.412
Test związku liniowego	0.271	1	0.603
N ważnych obserwacji	600		

a. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 18.62

Miary symetryczne		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.090	0.429
N ważnych obserwacji		600	

Źródło: badania własne

Wyniki badań wykazały, iż bez względu na wielkość przedsiębiorstwa, osób umiejących korzystać z oferowanych usług on-line jest mniej wśród korzystających z rozwiązań rynku kapitałowego (tabela 4.13). Natomiast sama świadomość takich możliwości jest najwyższa wśród samozatrudnionych (42.9%), następnie wśród małych przedsiębiorstw zatrudniających do 25 osób (42.2%) oraz średnich (40.4%) (tabela 4.14). Obliczone zależności są na poziomie wyższym niż zakładany poziom istotności α, stąd nie istnieje korelacja, a otrzymane wyniki są stochastycznie nieistotne, co potwierdził test ANOVA (tabela 4.15).

Tabela 4.15 Jednoczynnikowa analiza wariancji w schemacie międzygrupowym

Jednoczynnikowa ANOVA					
Liczba znanych stron www o tematyce rynków finansowych	Suma kwadratów	df	Średni kwadrat	F	Istotność
Między grupami	30.447	5	6.089	2.016	0.075
Wewnątrz grup	1793.738	594	3.020		
Ogółem	1824.185	599			

Źródło: badania własne

Oddzielnym badaniem objęto logowanie do banku i wykonywanie czynności związanych z obsługą finansową przedsiębiorstw on-line. Zależność stochasytczna jest tutaj widoczna. Osoby, korzystające z rozwiązań rynku kapitałowego częściej korzystają ze sposobów płatności i regulowania swoich należności przez Internet (tabele 4.16).

Tabela 4.16 Umiejętność stosowana obsługi finansowej on-line w skutecznym pozyskiwaniu źródeł finansowania według wielkości przedsiębiorstwa

Obsługa finansowa on-line		Wielkość przedsiębiorstwa						Ogółem
		0	1-4	5-9	10-24	25-49	50-249	
Nie	Liczebność N	13	12	34	19	52	82	212
	% z N	26.5%	24.5%	51.5%	29.7%	36.1%	36.0%	35.3%
Tak	Liczebność N	36	37	32	45	92	146	388
	% z N	73.5%	75.5%	48.5%	70.3%	63.9%	64.0%	64.7%
Ogółem	Liczebność N	49	49	66	64	144	228	600
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	12.718[a]	5	0.026
Iloraz wiarygodności	12.616	5	0.027
Test związku liniowego	0.769	1	0.380
N ważnych obserwacji	600		

a. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Minimalna liczebność oczekiwana wynosi 17.31

Miary symetryczne		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.144	0.026
N ważnych obserwacji		600	

Źródło: badania własne

Poziom istotności jest większy od otrzymanej wartości χ^2, dlatego zależność stochastyczna jest istotna, a test niezależności ma podstawy do odrzucenia. Otrzymane wyniki zostały szczegółowo przeanalizowane ze względu na dwie grupy: przedsiębiorców A – korzystających z rozwiązań runku kapitałowego, oraz przedsiębiorców B – którzy korzystali tylko z oferty rynku pieniężnego. Obie grupy wykazały taką samą tendencję w zakresie poszukiwania informacji – zaledwie 1/3 z nich przyznaje, że posiada takie umiejętności. Do przedsiębiorców, o najwyższym udziale i kompetencjach w badanym kryterium należą mikroprzedsiębiorcy, zatrudniający do 5 osób (50%), natomiast udział samozatrudnionych to 26.3%, a pozostałych mikroprzedsiębiorstw 22.2%. Ogółem 27% przedsiębiorców A posiada umiejętność poszukiwania informacji wspierających poszukiwanie efektywnego źródła finansowania przez Internet i 24.4% przedsiębiorców B (tabela 4.17 i 4.18).

Przedsiębiorcy A

Tabela 4.17 Umiejętność wykorzystywania Internetu w skutecznym pozyskiwaniu źródeł finansowania według wielkości przedsiębiorstw A

Informacja o analizowanych danych[a]

Umiejętność poszukiwania informacje w Internecie	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział[%]	N	Udział[%]
	89	97.8%	2	2.2%	91	100.0%

Umiejętność poszukiwania informacje w Internecie		Wielkość przedsiębiorstwa						Ogółem
		0	1-4	5-9	10-24	25-49	50-249	
Tak	Liczebność N	5	4	2	3	5	5	24
	% z N	26.3%	50.0%	22.2%	21.4%	31.3%	21.7%	27.0%
Nie	Liczebność N	14	4	7	11	11	18	65
	% z N	73.7%	50.0%	77.8%	78.6%	68.8%	78.3%	73.0%
Ogółem	Liczebność N	19	8	9	14	16	23	89
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	2.948b	5	0.708
Iloraz wiarygodności	2.727	5	0.742
Test związku liniowego	0.338	1	0.561
N ważnych obserwacji	89		

a. Przedsiębiorcy A

b. 33.3% komórek (4) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 2.16.

Źródło: badania własne

Przedsiębiorcy B

Tabela 4.18 Umiejętność wykorzystywania Internetu w skutecznym pozyskiwaniu źródeł finansowania według wielkości przedsiębiorstw B

Informacja o analizowanych danych[a]

Umiejętność poszukiwania informacje w Internecie	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział [%]	N	Udział [%]
	209	100.0%	0	0.0%	209	100.0%

Umiejętność poszukiwania informacje w Internecie		Wielkość przedsiębiorstwa						Ogółem
		0	1-4	5-9	10-24	25-49	50-249	
Tak	Liczebność N	6	7	7	8	12	11	51
	% z N	23.1%	28.0%	17.1%	30.8%	34.3%	19.6%	24.4%
Nie	Liczebność N	20	18	34	18	23	45	158
	% z N	76.9%	72.0%	82.9%	69.2%	65.7%	80.4%	75.6%
Ogółem	Liczebność N	26	25	41	26	35	56	209
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	4.506b	5	0.479
Iloraz wiarygodności	4.467	5	0.484
Test związku liniowego	0.001	1	0.973
N ważnych obserwacji	209		

a. Przedsiębiorcy B

b. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Minimalna liczebność oczekiwana wynosi 6.10.

Źródło: badania własne

Przedsiębiorcy A

Tabela 4.19 Transakcje bankowe dokonywane przy użyciu Internetu według wielkości przedsiębiorstw A

Informacja o analizowanych danych[a]

Logowanie do banku	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział [%]	N	Udział [%]
	91	100.0%	0	0.0%	91	100.0%

Logowanie do banku		Wielkość przedsiębiorstwa						Ogółem
		0	1-4	5-9	10-24	25-49	50-249	
Nie	Liczebność N	5	2	7	4	7	5	30
	% z N	26.3%	25.0%	77.8%	28.6%	41.2%	20.8%	33.0%
Tak	Liczebność N	14	6	2	10	10	19	61
	% z N	73.7%	75.0%	22.2%	71.4%	58.8%	79.2%	67.0%
Ogółem	Liczebność N	19	8	9	14	17	24	91
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	11.028b	5	0.051
Iloraz wiarygodności	10.595	5	0.060
Test związku liniowego	0.160	1	0.689
N ważnych obserwacji	91		

a. Przedsiębiorcy A

b. 25.0% komórek (3) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Minimalna liczebność oczekiwana wynosi 2.64.

Źródło: badania własne

Przedsiębiorcy B

Tabela 4.20 Transakcje bankowe dokonywane przy użyciu Internetu według wielkości przedsiębiorstwa B

Informacja o analizowanych danych[a]

Logowanie do banku	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział [%]	N	Udział [%]
	209	100.0%	0	0.0%	209	100.0%

Logowanie do banku		Wielkość przedsiębiorstwa						Ogółem
		0	1-4	5-9	10-24	25-49	50-249	
Nie	Liczebność N	6	5	20	8	11	21	71
	% z N	23.1%	20.0%	48.8%	30.8%	31.4%	37.5%	34.0%
Tak	Liczebność N	20	20	21	18	24	35	138
	% z N	76.9%	80.0%	51.2%	69.2%	68.6%	62.5%	66.0%
Ogółem	Liczebność N	26	25	41	26	35	56	209
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	8.091b	5	0.151
Iloraz wiarygodności	8.183	5	0.146
Test związku liniowego	1.093	1	0.296
N ważnych obserwacji	209		

a. Przedsiębiorcy B

b. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Minimalna liczebność oczekiwana wynosi 8.49.

Źródło: badania własne

Uzyskane wyniki badań oraz przeprowadzonych testów szczegółowych wykazały, iż tylko przedsiębiorcy A (korzystający z rozwiązań rynku kapitałowego) wykazują istotną stochastycznie zależność, praktycznie równoznaczną z wyznaczonym poziomem istotności, przy zachowaniu 5 stopni swobody ($\chi^2 = 0.051$) (tabela 4.19 i 4.20). Można zatem przyjąć, iż:

H2W ZAKRESIE POSZUKIWANIA INFORMACJI W INTERNECIE O INSTYTUCJACH WSPIERAJĄCYCH FINANSOWANIE: Wzrostowi digitalizacji mikro, małych i średnich przedsiębiorstw towarzyszy wzrost umiejętności przedsiębiorców w poszukiwania informacji w Internecie na temat wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego – nie ma podstaw do odrzucenia, jednocześnie

H2PRZEDSIĘBIORSTWA A W ZAKRESIE BANKOWOŚCI ON-LINE: Wzrostowi digitalizacji mikro, małych i średnich przedsiębiorstw towarzyszy wzrost umiejętności przedsiębiorców w poszukiwania informacji w Internecie na temat wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego – została potwierdzona, a wykazana zależność jest istotna.

4.1.3 Postrzeganie barier rozwoju

Specyfika mikro, małych i średnich przedsiębiorstw powoduje, iż te same cechy, które decydują o ich przewadze konkurencyjnej mogą w sposób znaczący ograniczać ich rozwój. W związku z tym zbadano postrzegane przez nie bariery rozwoju i ich wpływ na wybór źródła finansowania. Wśród możliwych wskazań, można było zaznaczyć wszystkie postrzegane bariery: (1) finansowe, (2) rejestracyjne, (3) w poszukiwaniu pracowników o odpowiednich kwalifikacjach, (4) związane z lokalizacją przedsiębiorstwa, (5) administracyjne, (6) prawne, (7) związane z poszukiwaniem kontrahentów, (8) konkurencją, (9) rynkiem zbytu, (10) brakiem wystarczających kwalifikacji i kompetencji. Respondenci mogli również (11) wymienić dodatkową barierę własną lub (12) zaznaczyć, iż bariery w ich opinii nie istnieją. Ze względu na liczbę otrzymanych prób = 0 w poszczególnych wariantach odpowiedzi dotyczących wewnętrznego podziału mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, zagadnienie zostało objęte badaniem zbiorowym - ilościową weryfikacją liczby wskazanych barier bez uwzględnienia wcześniejszego podziału w zakresie liczby zatrudnionych osób. Badanie ogólne wykazało brak istotności na poziomie $\chi^2 = 0.215$, co przy liczbie stopni swobody df=8 oznacza, iż nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy badawczej, co potwierdził test związku liniowego oraz jednoczynnikowa analiza wariancji w schemacie międzygrupowym, z odpowiednio uzyskanymi wynikami: 0.075 oraz 0.704 (tabela 4.21 i 4.22)

Tabela 4.21 Występowanie zależności pomiędzy postrzeganiem barier rozwoju a wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego przez respondentów

Liczba wskazanych barier		MSP			Ogółem
		Mikro	Małe	Średnie	
0	Liczebność N	0	2	2	4
	% z MSP	0.0%	5.3%	6.7%	3.8%
1	Liczebność N	11	12	10	33
	% z MSP	30.6%	31.6%	33.3%	31.7%
2	Liczebność N	13	13	11	37
	% z MSP	36.1%	34.2%	36.7%	35.6%
3	Liczebność N	12	8	3	23
	% z MSP	33.3%	21.1%	10.0%	22.1%
4	Liczebność N	0	3	4	7
	% z MSP	0.0%	7.9%	13.3%	6.7%
Ogółem	Liczebność N	36	38	30	104
	% z MSP	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	10.778[a]	8	0.215
Iloraz wiarygodności	14.250	8	0.075
Test związku liniowego	0.281	1	0.596
N ważnych obserwacji	104		

a. 40.0% komórek (6) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 1.15

Źródło: badania własne

Tabela 4.22 Występowanie zależności pomiędzy postrzeganiem barier a niewykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego przez respondentów

Liczba wskazanych barier		MSP			Ogółem
		Mikro	Małe	Średnie	
0	Liczebność N	6	11	16	33
	% z MSP	4.7%	6.5%	8.1%	6.7%
1	Liczebność	46	69	77	192
	% z MSP	35.9%	40.6%	38.9%	38.7%
2	Liczebność	48	67	56	171
	% z MSP	37.5%	39.4%	28.3%	34.5%
3	Liczebność	21	22	38	81
	% z MSP	16.4%	12.9%	19.2%	16.3%
4	Liczebność	7	1	11	19
	% z MSP	5.5%	0.6%	5.6%	3.8%
Ogółem	Liczebność	128	170	198	496
	% z MSP	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	14.802[a]	8	0.063
Iloraz wiarygodności	17.290	8	0.027
Test związku liniowego	0.144	1	0.704
N ważnych obserwacji	496		

a. 6.7% komórek (1) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 4.90

Źródło: badania własne

Przedsiębiorcy A

Tabela 4.23 Występowanie zależności pomiędzy postrzeganiem barier rozwoju a wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego przez przedsiębiorców A

Informacja o analizowanych danych[a]

	Obserwacje					
Liczba wskazanych barier	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział [%]	N	Udział [%]
	91	100.0%	0	0.0%	91	100.0%

			Mikro	Małe	Średnie	Ogółem
Liczba wskazanych barier	0	Liczebność N	0	2	2	4
		% z MSP	0.0%	6.5%	8.3%	4.4%
	1	Liczebność N	11	12	7	30
		% z MSP	30.6%	38.7%	29.2%	33.0%
	2	Liczebność N	13	10	8	31
		% z MSP	36.1%	32.3%	33.3%	34.1%
	3	Liczebność N	12	5	3	20
		% z MSP	33.3%	16.1%	12.5%	22.0%
	4	Liczebność N	0	2	4	6
		% z MSP	0.0%	6.5%	16.7%	6.6%
Ogółem		Liczebność N	36	31	24	91
		% z MSP	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	12.927b	8	0.114
Iloraz wiarygodności	15.487	8	0.050
Test związku liniowego	0.055	1	0.814
N ważnych obserwacji	91		

a. Przedsiębiorcy A

b. 40.0% komórek (6) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 1.05.

Źródło: badania własne

Przedsiębiorcy B

Tabela 4.24 Występowanie zależności pomiędzy postrzeganiem barier rozwoju a wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego przez przedsiębiorców B

Informacja o analizowanych danych[a]

	Obserwacje					
Liczba wskazanych barier	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział [%]	N	Udział [%]
	209	100.0%	0	0.0%	209	100.0%

			Mikro	Małe	Średnie	Ogółem
Liczba wskazanych barier	0	Liczebność N	4	2	5	11
		% z MSP	4.3%	3.3%	8.9%	5.3%
	1	Liczebność N	37	26	21	84
		% z MSP	40.2%	42.6%	37.5%	40.2%
	2	Liczebność N	30	26	16	72
		% z MSP	32.6%	42.6%	28.6%	34.4%
	3	Liczebność N	17	7	11	35
		% z MSP	18.5%	11.5%	19.6%	16.7%
	4	Liczebność N	4	0	3	7
		% z MSP	4.3%	0.0%	5.4%	3.3%
Ogółem		Liczebność N	92	61	56	209
		% z MSP	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	8.507b	8	0.386
Iloraz wiarygodności	10.312	8	0.244
Test związku liniowego	0.122	1	0.727
N ważnych obserwacji	209		

a. Przedsiębiorcy B; b. 40.0% komórek (6) ma liczebność oczekiwaną <5. Min liczebność wynosi 1.88.
Źródło: badania własne

Wartości poszczególnych statystyk dowodzą braku zbieżności stochastycznej (tabela 4.23 i 4.24). Wartość χ^2 w przypadku przedsiębiorców A wyniosła 0.114 a przedsiębiorców B 0.386, zatem oba uzyskane wyniki w sposób silny odbiegają od poziomu istotności α= 0.05, przy liczbie stopni swobody df=8. W związku z tym nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy badawczej zgodnej z złożeniami testu, iż zmienne są niezależne, bowiem uzyskanie wyniki pozostają nieistotne stochastycznie. Zatem,

H3: Wrażliwość mikro, małych i średnich przedsiębiorstw na bariery funkcjonowania wpływa na zakres wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego nie została potwierdzona.

W związku z otrzymanymi wynikami badania, postanowiono przeprowadzić dodatkowe testy post hoc, które pozwoliłyby zrewidować informacje uwzględniające założone, dodatkowe podziały: mikroprzedsiębiorstw na: samozatrudnionych, zatrudniających od 1 do 4 i od 5 do 9; małych: od 10 do 24 i od 25 do 49. Zastosowano jednoczynnikową analizę wariancji w schemacie międzygrupowym oraz test post hoc Tukey'a HSD dla obu grup przedsiębiorców: A – korzystających z rozwiązań rynku kapitałowego, B – niekorzystających z rozwiązań rynku kapitałowego. Wewnętrze zależności zostały zauważone w różnicach średnich dla mikroprzedsiębiorstw, względem istotności na poziomie α. Oznacza to, że zachodzą znaczące różnice w średnich - na istotnym poziomie - minimum między dwiema grupami, co potwierdziły wyniki testu ANOVA – istotność na poziomie p=0.002 (tabela 4.25).

Tabela 4.25 Jednoczynnikowa analiza wariancji w schemacie międzygrupowym dla przedsiębiorstw B

Jednoczynnikowa ANOVA[a]

Liczba wskazanych barier

	Suma kwadratów	df	Średni kwadrat	F	Istotność
Między grupami	15.572	5	3.114	3.954	0.002
Wewnątrz grup	159.883	203	0.788		
Ogółem	175.455	208			

Źródło: badania własne

Tabela 4.26 Test Tukey'a HSD dla przedsiębiorstw B

Porównania wielokrotne[a]

Zmienna zależna:
Test Tukey'a HSD

Wielkość przesiębiorstwa		Różnica średnich	Błąd standardowy	Istotność	95% przedział ufności	
					Dolna granica	Górna granica
0	1-4	0.11231	0.24859	0.998	-0.6029	0.8275
	5-9	*.85084**	0.22249	0.002	0.2107	1.4910
	10-24	0.53846	0.24614	0.248	-0.1697	1.2466
	25-49	0.59231	0.22977	0.108	-0.0688	1.2534
	50-249	0.44231	0.21061	0.291	-0.1636	1.0483
1-4	0	-0.11231	0.24859	0.998	-0.8275	0.6029
	5-9	*.73854**	0.22520	0.015	0.0906	1.3865
	10-24	0.42615	0.24859	0.524	-0.2891	1.1414
	25-49	0.48000	0.23239	0.310	-0.1886	1.1486
	50-249	0.33000	0.21347	0.635	-0.2842	0.9442
5-9	0	-.85084*	0.22249	0.002	-1.4910	-0.2107
	1-4	-.73854*	0.22520	0.015	-1.3865	-0.0906
	10-24	-0.31238	0.22249	0.725	-0.9525	0.3278
	25-49	-0.25854	0.20424	0.803	-0.8462	0.3291
	50-249	-0.40854	0.18241	0.224	-0.9334	0.1163
10-24	0	-0.53846	0.24614	0.248	-1.2466	0.1697
	1-4	-0.42615	0.24859	0.524	-1.1414	0.2891
	5-9	0.31238	0.22249	0.725	-0.3278	0.9525
	25-49	0.05385	0.22977	1.000	-0.6072	0.7149
	50-249	-0.09615	0.21061	0.997	-0.7021	0.5098
25-49	0	-0.59231	0.22977	0.108	-1.2534	0.0688
	1-4	-0.48000	0.23239	0.310	-1.1486	0.1886
	5-9	0.25854	0.20424	0.803	-0.3291	0.8462
	10-24	-0.05385	0.22977	1.000	-0.7149	0.6072
	50-249	-0.15000	0.19123	0.970	-0.7002	0.4002

* różnica średnich jest istotna na poziomie 0.05; a. Przedsiębiorcy B

Źródło: badania własne

Przeprowadzony test post hoc Tukey'a HSD wykazał różnice wewnątrz przedziału mikroprzedsiębiorstw w zakresie dostrzegania liczby barie istotnych dla rozwoju przedsiębiorstw. Wyniki badań wykazały, iż mikroprzedsiębiorstwa zatrudniające od 5 do 9 osób wskazują istotnie mniej barier niż osoby samozatrudnione (różnica średnich = 0.85084) oraz zatrudniający od 1 do 4 osób (różnica średnich = 0.73854) (tabela 4.26). Pozwala to na zrewidowanie hipotezy badawczej:

H3': Wrażliwości mikroprzedsiębiorstw na bariery funkcjonowania wpływa na zakres wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego.

4.1.4 Umiejętność pracy z kapitałem obcym na starcie

Głównym źródłem finansowania działań mikro, małych i średnich przedsiębiorstw jest kapitał własny. W dalszej kolejności MSP korzystają z oferty rynku pieniężnego, wspierając swoją działalność kredytami bankowymi i pożyczkami. W związku z tym zbadano różnice w proporcji zaangażowania kapitału w przedsiębiorstwie, jakie miały miejsce w momencie jego otwarcia oraz zmian, które nastąpiły do dnia przeprowadzenia badania. Zapytano respondentów o relacje kapitału obcego (KO) i własnego (KW), oraz o wskazanie wykorzystywanych źródeł finansowania. Próba ogólna nie wykazuje zależności pomiędzy wielkością przedsiębiorstwa a dywersyfikacją portfela finansowego. Jednocześnie, większy udział kapitału własnego nie wykazuje związku z wielkością przedsiębiorstwa (tabela 4.27).

Tabela 4.27 Relacja kapitału własnego i obcego na starcie według wielkości przedsiębiorstwa

Relacje kapitału własnego (KW) i obcego (KO) na starcie		Wielkość przedsiębiorstwa [wg. liczby zatrudnionych osób]						Ogółem
		0	1-4	5-9	10-24	25-49	50-249	
KO > KW	Liczebność N	9	10	14	12	30	35	110
	% z N	18.4%	21.3%	23.3%	23.5%	26.5%	19.8%	22.1%
KO = KW	Liczebność N	19	22	26	18	48	67	200
	% z N	38.8%	46.8%	43.3%	35.3%	42.5%	37.9%	40.2%
KO < KW	Liczebność N	21	15	20	21	35	75	187
	% z N	42.9%	31.9%	33.3%	41.2%	31.0%	42.4%	37.6%
Ogółem	Liczebność N	49	47	60	51	113	177	497
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	6.846[a]	10	0.740
Iloraz wiarygodności	6.865	10	0.738
Test związku liniowego	0.063	1	0.801
N ważnych obserwacji	497		

a. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana: 10.40
Źródło: badania własne

Wartość asymptotyczna próby testowej jest wyższa niż poziom istotności, dlatego zależność stochastyczna nie jest istotna i nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy badawczej. Test związku liniowego tylko potwierdził kierunek uzyskanego wyniku dla próby ogólnej. Dlatego sprawdzono zależności, jakie zachodzą pomiędzy wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego a zaangażowaniem kapitału na rozwój (tabela 4.28).

Tabela 4.28 Relacja kapitału własnego i obcego na starcie według korzystania z instrumentów rynku kapitałowego

Relacje kapitału własnego (KW) i obcego (KO) na starcie		Korzystanie z instrumentów rynku kapitałowego		Ogółem
		Tak	Nie	
KO > KW	Liczebność N	12	98	110
	% z N	11.9%	24.7%	22.1%
KO = KW	Liczebność N	46	154	200
	% z N	45.5%	38.9%	40.2%
KO < KW	Liczebność N	43	144	187
	% z N	42.6%	36.4%	37.6%
Ogółem	Liczebność N	101	396	497
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	7.730[a]	2	0.021
Iloraz wiarygodności	8.614	2	0.013
Test związku liniowego	5.096	1	0.024
N ważnych obserwacji	497		

a. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 22.35
Źródło: badania własne

Wyniki krzyżowego zestawienia wykazały poziom istotności dwustronnej mniejszy od zakładanej α= 0.05, dlatego zależność stochastyczna zachodzi, a badaną hipotezę można uznać za zasadną, jednakże w odwrotnym do zakładanego kierunku. Zatem,

H4: Przedsiębiorcy wykorzystujący na starcie w większym zakresie kapitał obcy, częściej korzystają z oferty rynku kapitałowego nie jest zasadna.

W związku z uzyskanymi wynikami, analizie poddano oddzielnie tylko przedsiębiorstwa A i B, aby sprawdzić czy zauważalne i istotnie stochastycznie różnice będą widoczne wśród ankietowanych 300 przedsiębiorców (tabela 4.29 i 4.30).

Przedsiębiorcy A

Tabela 4.29 Relacja kapitału własnego i obcego na starcie według wielkości przedsiębiorstw A

Informacja o analizowanych danych[a]

Relacje KO do KW	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział[%]	N	Udział[%]
	91	100.0%	0	0.0%	91	100.0%

			Wielkość przesiębiorstwa						Ogółem
			0	1-4	5-9	10-24	25-49	50-249	
Zaangażowanie kapitału na rozwój	KO > KW	Liczebność N	1	1	1	1	3	4	11
		% z N	5.3%	12.5%	11.1%	7.1%	17.6%	16.7%	12.1%
	KO = KW	Liczebność N	9	6	3	7	9	8	42
		% z N	47.4%	75.0%	33.3%	50.0%	52.9%	33.3%	46.2%
	KO < KW	Liczebność N	9	1	5	6	5	12	38
		% z N	47.4%	12.5%	55.6%	42.9%	29.4%	50.0%	41.8%
	Ogółem	Liczebność N	19	8	9	14	17	24	91
		% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	Df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	7.921b	10	0.637
Iloraz wiarygodności	8.589	10	0.571
Test związku liniowego	0.168	1	0.682
N ważnych obserwacji	91		

a. Przedsiębiorcy A
b. 55.6% komórek (10) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 0.97.

Przedsiębiorcy B

Tabela 4.30 Relacja kapitału własnego i obcego na starcie według wielkości przedsiębiorstw B

Informacja o analizowanych danych[a]

Relacja KO do KW	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Procent	N	Procent	N	Procent
	209	100.0%	0	0.0%	209	100.0%

			Wielkość przesiębiorstwa						Ogółem
			0	1-4	5-9	10-24	25-49	50-249	
Zaangażowanie kapitału na rozwój	KO > KW	Liczebność N	6	5	13	8	6	12	50
		% z N	23.1%	20.0%	31.7%	30.8%	17.1%	21.4%	23.9%
	KO = KW	Liczebność N	10	11	20	7	17	23	88
		% z N	38.5%	44.0%	48.8%	26.9%	48.6%	41.1%	42.1%
	KO < KW	Liczebność N	10	9	8	11	12	21	71
		% z N	38.5%	36.0%	19.5%	42.3%	34.3%	37.5%	34.0%
	Ogółem	Liczebność N	26	25	41	26	35	56	209
		% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	8.303b	10	0.599
Iloraz wiarygodności	8.837	10	0.548
Test związku liniowego	0.348	1	0.555
N ważnych obserwacji	209		

a. Przedsiębiorcy B
b. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 5.98
Źródło: badania własne

Wartości poszczególnych statystyk dowodzą braku zbieżności stochastycznej, ponieważ χ^2 w przypadku przedsiębiorców A wyniosła 0.637 a przedsiębiorców B 0.599, zatem oba uzyskane wyniki w sposób silny odbiegają od poziomu istotności α, przy liczbie stopni swobody df=10. W związku z tym nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy badawczej zgodnie z złożeniami testu, iż zmienne są niezależne, bowiem uzyskanie wyniki pozostają nieistotne stochastycznie. Zatem,

H4: Przedsiębiorcy wykorzystujący na starcie w większym zakresie kapitał obcy, częściej korzystają z oferty rynku kapitałowego nie można jednoznacznie potwierdzić.

4.1.5 Znaczenie wiedzy

Przeprowadzone badania wskazywały znaczenie i rolę wiedzy w postrzeganiu rynku kapitałowego, jako potencjalnego źródła finansowania rozwoju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce. Zostało wykazane, iż nawet przedsiębiorstwa, które korzystały z poszczególnych rozwiązań, napotykają na znaczne ograniczenia podejmując próbę poprawnego sklasyfikowania innych instrumentów, istniejących na rynku. Dowiedziono występowania zależności pomiędzy cechami przedsiębiorcy a umiejętnością rozróżniania oferty rynku pieniężnego od kapitałowego, która zachodzi tylko ze względu na profil wykształcenia przedsiębiorców. Postanowiono zatem sprawdzić, czy istnieje zależność pomiędzy wielkością przedsiębiorstwa a gotowością do pozyskania wiedzy i podniesienia kwalifikacji w zakresie oferty rynku kapitałowego w Polsce. Zamiar podniesienia wiedzy, w celu podejmowania efektywniejszych decyzji w zakresie finansowania zadeklarowało 91.2% przedsiębiorców A i 94.4% przedsiębiorców B (tabela 4.31 i 4.32).

Przedsiębiorcy A

Tabela 4.31 Gotowość do uczestniczenia w szkoleniach podnoszących wiedzę o źródłach finansowania według wielkości przedsiębiorstwa wśród przedsiębiorców A

Informacja o analizowanych danych[a]

Gotowość do uczestniczenia w szkoleniach w zakresie finansowania i inwestowania	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział [%]	N	Udział [%]
	91	100.0%	0	0.0%	91	100.0%

Gotowość do uczestniczenia w szkoleniach w zakresie finansowania i inwestowania		MSP			Ogółem
		Mikro	Małe	Średnie	
Nie	Liczebność N	2	3	3	8
	% z MSP	5.6%	9.7%	12.5%	8.8%
Tak	Liczebność	34	28	21	83
	% z MSP	94.4%	90.3%	87.5%	91.2%
Ogółem	Liczebność	36	31	24	91
	% z MSP	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	0.912[b]	2	0.634
Iloraz wiarygodności	0.933	2	0.627
Test związku liniowego	0.892	1	0.345
N ważnych obserwacji	91		

Miary symetryczne[a]		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.100	0.634
N ważnych obserwacji		91	

a. Przedsiębiorcy A; b. 50.0% komórek (3) ma liczebność oczekiwaną < niż 5. Min wynosi 2.11.

Źródło: badania własne

Przedsiębiorcy B

Tabela 4.32 Gotowość do uczestniczenia w szkoleniach podnoszących wiedzę o źródłach finansowania według wielkości przedsiębiorstwa wśród przedsiębiorców B

Informacja o analizowanych danych[a]

Gotowość do uczestniczenia w szkoleniach w zakresie finansowania i inwestowania	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział [%]	N	Udział [%]
	209	100.0%	0	0.0%	209	100.0%

Gotowość do uczestniczenia w szkoleniach w zakresie finansowania i inwestowania		MSP			Ogółem
		Mikro	Małe	Średnie	
Nie	Liczebność	14	3	3	20
	% z MSP	15.2%	4.9%	5.4%	9.6%
Tak	Liczebność	78	58	53	189
	% z MSP	84.8%	95.1%	94.6%	90.4%
Ogółem	Liczebność	92	61	56	209
	% z MSP	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	6.065[b]	2	0.048
Iloraz wiarygodności	6.097	2	0.047
Test związku liniowego	4.629	1	0.031
N ważnych obserwacji	209		

Miary symetryczne[a]		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.168	0.048
N ważnych obserwacji		209	

a. Przedsiębiorcy B
b. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 5.36.
Źródło: badania własne

Wyniki analizy wykazały jednoznaczną istotność asymptotyczną w zakresie zależności stochastycznej. Wartość chi-kwadrat dla przedsiębiorców B jest na poziomie istotności p=0.048, zatem niższym niż zakładany poziom istotności α. Istnieją zatem powody do odrzucenia hipotezy w zakresie niezależności danych, gdyż gotowość do podnoszenia kwalifikacji jest skorelowana istotnie z wielkością przedsiębiorstwa. Zdecydowano zatem o przeprowadzeniu podobnej próby i wykonaniu dodatkowych badań w zakresie istnienia zależności występującej pomiędzy chęcią podniesienia kwalifikacji a wiekiem respondenta. Odpowiedzi ankietowanych zostały podzielone na grupy wiekowe: 18-26, 27-34, 35-44, 45-54 i 55+. Największą gotowość do podnoszenia kwalifikacji i poziomu wiedzy w zakresie pozyskania źródeł finansowania wyraziły wśród przedsiębiorców A osoby z przedziału wiekowego 18-26 i 45-54, natomiast wśród przedsiębiorców B z przedziału wiekowego 35-44 (tabela 4.33 i 4.34).

Przedsiębiorcy A

Tabela 4.33 Gotowość do uczestniczenia w szkoleniach podnoszących wiedzę o źródłach finansowania według wieku przedsiębiorców A

Informacja o analizowanych danych[a]

Gotowość do uczestniczenia w szkoleniach	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział [%]	N	Udział [%]
	91	100.0%	0	0.0%	91	100.0%

Gotowość do uczestniczenia w szkoleniach		Wiek respondenta [w latach]					Ogółem
		18-26	27-34	35-44	45-54	55+	
Nie	Liczebność N	3	1	6	1	2	13
	% z N	10.0%	8.3%	20.7%	10.0%	20.0%	14.3%
Tak	Liczebność N	27	11	23	9	8	78
	% z N	90.0%	91.7%	79.3%	90.0%	80.0%	85.7%
Ogółem	Liczebność N	30	12	29	10	10	91
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	2.185[b]	4	0.702
Iloraz wiarygodności	2.173	4	0.704
Test związku liniowego	0.795	1	0.373
N ważnych obserwacji	91		

Miary symetryczne[a]		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.153	0.702
N ważnych obserwacji		91	

a. Przedsiębiorcy A
b. 50.0% komórek (5) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Minimalna liczebność oczekiwana wynosi 1.43.
Źródło: badnia własne

Przedsiębiorcy B

Tabela 4.34 Gotowość do uczestniczenia w szkoleniach podnoszących wiedzę o źródłach finansowania według wieku przedsiębiorców B

Informacja o analizowanych danych[a]

Gotowość do uczestniczenia w szkoleniach	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział [%]	N	Udział [%]
	209	100.0%	0	0.0%	209	100.0%

Gotowość do uczestniczenia w szkoleniach		Wiek respondenta [w latach]					Ogółem
		18-26	27-34	35-44	45-54	55+	
Nie	Liczebność N	14	14	3	3	3	37
	% z N	15.6%	23.3%	7.3%	21.4%	75.0%	17.7%
Tak	Liczebność N	76	46	38	11	1	172
	% z N	84.4%	76.7%	92.7%	78.6%	25.0%	82.3%
Ogółem	Liczebność N	90	60	41	14	4	209
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	13,773[b]	4	0.008
Iloraz wiarygodności	11.645	4	0.020
Test związku liniowego	0.960	1	0.327
N ważnych obserwacji	209		

Miary symetryczne[a]		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.249	0.008
N ważnych obserwacji		209	

a. Przedsiębiorcy B
b. 30.0% komórek (3) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 0.71.
Źródło: badnia własne

Przebadane dwie grupy uzyskały inne rezultaty w zakresie badanej niezależności. Poziom istotności przedsiębiorców A jest bowiem wyższy niż zakładany poziom istotności α, a przedsiębiorców B niższy (odpowiednio: p= 0.702 i p= 0.008), przy liczbie stopni swobody df=4. Stąd dla przedsiębiorców A wynik nie okazał się istotny i nie ma podstaw do odrzucenia przyjętej hipotezy w zakresie niezależności, jednakże dla przedsiębiorców B zależność jest istotną i z całą pewnością można odrzucić hipotezę zerową, ponieważ korelacja pomiędzy wiekiem respondenta a chęcią zdobywani wiedzy uzyskała wartość istotną. Zatem,

H5DLA PRZEDSIĘBIORCÓW B: Gotowość podniesienia kwalifikacji i wiedzy na temat rozwiązań rynku kapitałowego rośnie z wiekiem przedsiębiorcy można uznać za zasadną.

4. 2 Wewnętrzne uwarunkowania wyboru źródeł finansowania związane z przedsiębiorstwem

Do najważniejszych determinant w zakresie przedsiębiorstw i ich wewnętrznych uwarunkowań należy wielkość i wiek przedsiębiorstwa. Badając możliwości pozyskiwania źródeł finansowania, szczególnie z ryku kapitałowego, należy zwrócić uwagę również na formę organizacyjno–prawną, zasięg rynek zbytu oraz branżę, w której działa przedsiębiorstwo.

4.2.1 Cechy przedsiębiorstwa

Ze względu na ograniczony charakter poznawczy otrzymanych danych w zakresie tożsamości prawnej przedsiębiorstw uczestniczących w badaniu ankietowym (mała liczba odpowiedzi), analizie szczegółowej poddano wyniki badania czterech cech przedsiębiorstwa: wielkości, wieku, branży i zasięgu rynku, na którym działają ankietowane podmioty gospodarcze.

Badanie próby głównej nie wykazało zależności pomiędzy wielkością przedsiębiorstwa a umiejętnością rozróżniania instrumentów rynku kapitałowego od pieniężnego. Wartość asymptotycznej statystyki testowej wyniosła $\chi^2 = 0.692$ i jest wyższa niż zakładany poziom istotności $\alpha = 0.05$, przy stopniach swobody df=5. Nie istnieje zatem zależność stochastyczna, co jest równoznaczne, z brakiem możliwości odrzucenia hipotezy zerowej w zakresie niezależności analizowanych danych (tabela 4.35).

Tabela 4. 35 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego przez respondentów według wielkości przedsiębiorstwa

Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego		Wielkość przedsiębiorstwa [w latach]						Ogółem
		0	1-4	5-9	10-24	25-49	50-249	
Tak	Liczebność N	13	19	24	24	46	82	208
	% z N	26.5%	38.8%	38.1%	39.3%	33.8%	37.8%	36.2%
Nie	Liczebność N	36	30	39	37	90	135	367
	% z N	73.5%	61.2%	61.9%	60.7%	66.2%	62.2%	63.8%
Ogółem	Liczebność N	49	49	63	61	136	217	575
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat	Wartość	df = stopnie swobody	Istotność asymptotyczna (dwustronna) = pi walue
Chi-kwadrat Pearsona	3.054[a]	5	0.692
Iloraz wiarygodności	3.147	5	0.677
Test związku liniowego	0.552	1	0.457
N ważnych obserwacji	575		

a. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Minimalna liczebność oczekiwana wynosi 17.73
Źródło: badania własne

W związku z otrzymanym wynikiem postanowiono przeanalizować szczegółowo dane dotyczące przedsiębiorstw A i przedsiębiorstw B (tabela 4.36 i 4.37).

Przedsiębiorstwa A

Tabela 4. 36 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wielkości przedsiębiorstw A

Informacja o analizowanych danych[a]

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego i kapitałowego	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [w%]	N	Udział [w%]	N	Udział [w%]
	86	94.5%	5	5.5%	91	100.0%

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego		Wielkość przesiębiorstwa						Ogółem
		0	1-4	5-9	10-24	25-49	50-249	
Tak	Liczebność N	6	5	4	5	6	11	37
	% z N	31.6%	62.5%	50.0%	38.5%	40.0%	47.8%	43.0%
Nie	Liczebność N	13	3	4	8	9	12	49
	% z N	68.4%	37.5%	50.0%	61.5%	60.0%	52.2%	57.0%
Ogółem	Liczebność N	19	8	8	13	15	23	86
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	2.795b	5	0.732
Iloraz wiarygodności	2.812	5	0.729
Test związku liniowego	0.273	1	0.601
N ważnych obserwacji	86		

b. 33.3% komórek (4) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 3.44.
Źródło: badania własne

Przedsiębiorstwa B

Tabela 4. 37 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wielkości przedsiębiorstw B

Informacja o analizowanych danych[a]

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego i kapitałowego	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [w%]	N	Udział [w%]	N	Udział [w%]
	203	97.1%	6	2.9%	209	100.0%

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego		Wielkość przesiębiorstwa						Ogółem
		0	1-4	5-9	10-24	25-49	50-249	
Tak	Liczebność N	7	8	16	9	15	16	71
	% z N	26.9%	32.0%	40.0%	36.0%	45.5%	29.6%	35.0%
Nie	Liczebność N	19	17	24	16	18	38	132
	% z N	73.1%	68.0%	60.0%	64.0%	54.5%	70.4%	65.0%
Ogółem	Liczebność N	26	25	40	25	33	54	203
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	3.566b	5	0.613
Iloraz wiarygodności	3.551	5	0.616
Test związku liniowego	0.084	1	0.772
N ważnych obserwacji	203		

a. Przedsiębiorcy B
b. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 8.74.
Źródło: badania własne

Wartości poszczególnych statystyk dowodzą braku zbieżności stochastycznej. χ^2 w przypadku przedsiębiorców A wyniosła 0.732, a przedsiębiorców B 0.613, zatem oba uzyskane wyniki w sposób silny odbiegają od poziomu istotności α, przy liczbie stopni swobody df=5 (tabele 4.36 i 4.37). W związku z tym nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy badawczej zgodnej z złożeniami testu, iż zmienne są niezależne, bowiem uzyskanie wyniki pozostają nieistotne stochastycznie. Zatem,

H6WIELKOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA: Cecha przedsiębiorstwa: wielkość przedsiębiorstwa wyznacza poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego nie zachodzi.

Dokonując weryfikacji poszczególnych rozwiązań finansowych możliwych do wskazania, zauważono najczęściej rozpoznawane i wskazywane przez respondentów nazwy w

zakresie instrumentów rynku kapitałowego i funduszy private equity. Dokonano zatem weryfikacji uzyskanych odpowiedzi dla grupy głównej (tabela 4.38).

Tabela 4.38 Umiejętność identyfikacji instrumentów rynku kapitałowego i funduszy private equity

Informacja o analizowanych danych

Umiejętność identyfikacji instrumentów rynku kapitałowego i funduszy private equity	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział [%]	N	Udział [%]
	367	100.0%	0	0.0%	367	100.0%

Umiejętność identyfikacji instrumentów rynku kapitałowego i funduszy private equity		MSP			Ogółem
		Mikro	Małe	Średnie	
Nie	Liczebność N	25	50	77	152
	% z MSP	23.8%	39.4%	57.0%	41.4%
Tak	Liczebność N	80	77	58	215
	% z MSP	76.2%	60.6%	43.0%	58.6%
Ogółem	Liczebność N	105	127	135	367
	% z MSP	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	27.211a	2	0.000
Iloraz wiarygodności	27.896	2	0.000
Test związku liniowego	27.099	1	0.000
N ważnych obserwacji	367		

Miary symetryczne		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.263	0.000
N ważnych obserwacji		367	

a. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 43.49.
Źródło: badania własne

Przeprowadzona, szczegółowa analiza danych wykazała wartości statystyki testowej na poziomie niższym niż zakładany poziom istotności $\alpha = 0.05$. Wartość $\chi^2 = 0.000E\text{-}06$, co dowodzi silnej istotności zakładanej niezależności i daje podstawy do przyjęcia hipotezy badawczej przy zakładanej liczbie stopni swobody df=2. Zatem, wielkość przedsiębiorstwa znacząco wpływa na umiejętność rozpoznawania instrumentów rynku kapitałowego i funduszy private equity. Największy udział w badanym kryterium osiągnęli mikoprzedsiębiorcy (76.2%). Wskazania te dotyczą głównie zalążkowych formy finansowania start-up. Postanowiono zatem w kolejnym kroku zweryfikować zależności względem wieku przedsiębiorstw, który stanowi jedną z ważniejszych determinant dla instytucji rynku pieniężnego i giełdy (tabel 4.39).

Tabela 4.39 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego przez respondentów według wieku przedsiębiorstwa

Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego		Wiek przedsiębiorstwa [w latach]						Ogółem
		<1	1-2	3-5	6-9	10-19	>20	
Tak	Liczebność N	2	31	23	33	50	68	207
	% z N	11.8%	33.3%	28.8%	43.4%	39.7%	37.8%	36.2%
Nie	Liczebność N	15	62	57	43	76	112	365
	% z N	88.2%	66.7%	71.3%	56.6%	60.3%	62.2%	63.8%
Ogółem	Liczebność N	17	93	80	76	126	180	572
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	9.221[a]	5	0.101
Iloraz wiarygodności	10.078	5	0.073
Test związku liniowego	3.533	1	0.060
N ważnych obserwacji	572		

a. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 6.15
Źródło: badania własne

Przedsiębiorcy A

Tabela 4.40 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wieku przedsiębiorstw A

Informacja o analizowanych danych[a]

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [w%]	N	Udział [w%]	N	Udział [w%]
	86	94.5%	5	5.5%	91	100.0%

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego		Wiek przedsiębiorstwa [w latach]						Ogółem
		<1	1-2	3-5	6-9	10-19	>20	
Tak	Liczebność N	0	9	7	6	10	5	37
	% z N	0.0%	56.3%	41.2%	50.0%	66.7%	22.7%	43.0%
Nie	Liczebność N	4	7	10	6	5	17	49
	% z N	100.0%	43.8%	58.8%	50.0%	33.3%	77.3%	57.0%
Ogółem	Liczebność N	4	16	17	12	15	22	86
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	11.542b	5	0.042
Iloraz wiarygodności	13.263	5	0.021
Test związku liniowego	0.314	1	0.575
N ważnych obserwacji	86		

Miary symetryczne[a]		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.344	0.042
N ważnych obserwacji		86	

a. Grupa = Przedsiębiorcy A

b. 16.7% komórek (2) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Minimalna liczebność oczekiwana wynosi 1.72

Źródło: badania własne

Przedsiębiorcy B

Tabela 4.41 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wiek przedsiębiorstw B

Informacja o analizowanych danych[a]

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [w%]	N	Udział [w%]	N	Udział [w%]
	203	97.1%	6	2.9%	209	100.0%

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego		Wiek przedsiębiorstwa [w latach]						Ogółem
		<1	1-2	3-5	6-9	10-19	>20	
Tak	Liczebność N	2	12	8	9	17	23	71
	% z N	20.0%	30.0%	24.2%	42.9%	43.6%	38.3%	35.0%
Nie	Liczebność N	8	28	25	12	22	37	132
	% z N	80.0%	70.0%	75.8%	57.1%	56.4%	61.7%	65.0%
Ogółem	Liczebność N	10	40	33	21	39	60	203
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	5.237b	5	0.388
Iloraz wiarygodności	5.384	5	0.371
Test związku liniowego	2.938	1	0.087
N ważnych obserwacji	203		

Miary symetryczne[a]		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.159	0.388
N ważnych obserwacji		203	

a. Przedsiębiorcy B
b. 8.3% komórek (1) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Minimalna liczebność oczekiwana wynosi 3.50.
Źródło: badania własne

Wyniki badania wykazały, iż grupa główna nie wykazuje niezależności pomiędzy analizowanymi cechami: wiekiem przedsiębiorstwa a umiejętnością rozróżniania segmentów rynku finansowego (tabela 4.39). Natomiast analiza szczegółowa, uwzględniająca podział na przedsiębiorstwa A i B - tak (tabela 4.40 i 4.41). Przedsiębiorstwa niekorzystające wcześniej z rozwiązań rynku kapitałowego wykazały poziom istotności większy niż α, przy liczbie stopni swobody df = 5, dlatego nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy o niezależności danych, ale dla przedsiębiorstwa A istotność asymptotyczna wyniosła 0.043, zatem wynik mniejszy od zakładanego poziomu istotności. Zależność pomiędzy wiekem mikro, małych i średnich przedsiębiorstw a korzystaniem przez nie z rozwiązań rynku kapitałowego, w przypadku grupy A jest istotna i hipotezę o niezależności danych należy odrzucić. Zatem,

H6WIEK PRZESIĘBIORSTWA A: Cecha przedsiębiorstwa: jego wiek wyznacza poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego zachodzi.

Kolejną analizowaną zależności dotyczącą cech przedsiębiorstwa stanowi branża, w której działa. Statystyki ogólne nie wykazały zależności stochastycznej na istotnym poziomie (tabela 4.42), dlatego analizie szczegółowej poddano oddzielnie występujące zależności pomiędzy przedsiębiorcami A i B (tabela 4.43 i 4.44).

Tabela 4.42 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego przez respondentów według branży

Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego		Branża					Ogółem
		Handel	Budownictwo	Przemysł	Usługi	Inne	
Tak	Liczebność N	13	7	38	144	6	208
	% z N	35.1%	28.0%	39.6%	36.0%	37.5%	36.2%
Nie	Liczebność N	24	18	58	256	10	366
	% z N	64.9%	72.0%	60.4%	64.0%	62.5%	63.8%
Ogółem	Liczebność N	37	25	96	400	16	574
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat	Wartość	df = stopnie swobody	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	1.240[a]	4	0.872
Iloraz wiarygodności	1.263	4	0.868
Test związku liniowego	0	1	0.818101179
N ważnych obserwacji			574

a. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 5.80

Źródo: badnia własne

Przedsiębiorcy A

Tabela 4.43 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według branży przez przedsiębiorstwa A

Informacja o analizowanych danych[a]

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [w%]	N	Udział [w%]	N	Udział [w%]
	86	94.5%	5	5.5%	91	100.0%

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego		Branża			Ogółem
		Przemysł	Usługi	Inne	
Tak	Liczebność N	9	27	1	37
	% z N	56.3%	39.7%	50.0%	43.0%
Nie	Liczebność N	7	41	1	49
	% z N	43.8%	60.3%	50.0%	57.0%
Ogółem	Liczebność N	16	68	2	86
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	1.487[b]	2	0.475
Iloraz wiarygodności	1.474	2	0.479
Test związku liniowego	1.002	1	0.317
N ważnych obserwacji	86		

a. Przedsiębiorcy A b. 33.3% komórek (2) ma liczebność oczekiwaną < 5. Min liczebność wynosi 0.86

Źródło: badania własne

Przedsiębiorcy B

Tabela 4.44 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według branży przez przedsiębiorstwa B

Informacja o analizowanych danych[a]

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [w%]	N	Udział [w%]	N	Udział [w%]
	203	97.1%	6	2.9%	209	100.0%

Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego		Branża			Ogółem
		Przemysł	Usługi	Inne	
Tak	Liczebność N	15	54	2	71
	% z N	38.5%	34.4%	28.6%	35.0%
Nie	Liczebność N	24	103	5	132
	% z N	61.5%	65.6%	71.4%	65.0%
Ogółem	Liczebność N	39	157	7	203
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	0.358[b]	2	0.836
Iloraz wiarygodności	0.359	2	0.836
Test związku liniowego	0.349	1	0.555
N ważnych obserwacji	203		

Miary symetryczne[a]		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.042	0.836
N ważnych obserwacji		203	

a. Przedsiębiorcy B
b. 33.3% komórek (2) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 2.45.
Źródło: badania własne

Wartości poszczególnych statystyk dowodzą braku zbieżności stochastycznej. Wartość χ^2 w przypadku przedsiębiorców A wyniosła 0.475 a przedsiębiorców B 0.836, a oba uzyskane wyniki są wyższe niż zakładany poziom istotności α, przy liczbie stopni swobody df=2, co potwierdził dodatkowo test związku liniowego. Uzyskane wyniki wykazały, iż nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy badawczej zgodnej z złożeniami testu, iż zmienne są niezależne, bowiem uzyskanie wyniki pozostają nieistotne stochastycznie. Zatem,

H6BRANŻA DZIAŁALNOŚCI: Cechy przedsiębiorstwa: branża działalności przedsiębiorstwa wyznacza poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego nie zachodzi.

Ostatnim analizowanym kryterium w zakresie wewnętrznych uwarunkowań przedsiębiorstw, będących determinantą finansowania mikro, małych i średnich firm jest zasięg rynku zbytu. W związku z tym przeanalizowano dwie grupy przedsiębiorców w zakresie ich obecnych działalności i deklarowanych w przyszłości. Większość respondentów w próbie ogólnej nie korzystało z instrumentów rynku kapitałowego, jednakże zależność pomiędzy umiejętnością rozróżniania instrumentów rynku kapitałowego od pieniężnego jest skorelowana

z rodzajem zasięgu prowadzonej przez przedsiębiorstwa działalności. Najwięcej przedsiębiorstw ma zasięg międzynarodowy (87), następnie krajowy (58). Wyniki badania wykazały, iż zachodząca zależność stochastyczna jest istotna, p=0.002 przy zakładanym poziomie istotności α = 0.05 i liczbie stopni swobody df=4. Korelacja została potwierdzona również przez test związku liniowego i iloraz wiarygodności. Dlatego istnieją podstawy do odrzucenia hipotezy badawczej w zakresie niezależności zmiennej, określonej przez test chi-kwadrat Pearsona . Zatem,

H6ZASIĘG RYNKU ZBYTU: W miarę wzrostu zasięgu rynku mikro, małych i średnich przedsiębiorstw rośnie wykorzystywanie przez nie instrumentów rynku kapitałowego została potwierdzona na próbie ogólnej (tabela 4.45).

Tabela 4.45 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego przez respondentów według zasięgu rynku zbytu

Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego		Zasięg działalności					Ogółem
		Lokalnym	Regionalnym	Krajowym	Międzynarodowym	Globalnym	
Tak	Liczebność N	22	35	58	87	6	208
	% z N	21.4%	50.7%	37.9%	36.9%	42.9%	36.2%
Nie	Liczebność N	81	34	95	149	8	367
	% z N	78.6%	49.3%	62.1%	63.1%	57.1%	63.8%
Ogółem	Liczebność N	103	69	153	236	14	575
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	16.637[a]	4	0.002
Iloraz wiarygodności	17.215	4	0.002
Test związku liniowego	3.217	1	0.073
N ważnych obserwacji	575		

a. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną mniejszą niż 5. Min liczebność oczekiwana wynosi 5.06
Źródło: badania własne

Przedsiębiorstwa A

Tabela 4.46 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według zasięg rynku zbytu przedsiębiorstw A

Informacja o analizowanych danych [a]

Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział [%]	N	Udział [%]
	86	94.5%	5	5.5%	91	100.0%

Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego		Zasięg działalności					Ogółem
		Lokalnym	Regionalnym	Krajowym	Międzynarodowym	Globalnym	
Tak	Liczebność N	4	7	11	13	2	37
	% z N	21.1%	58.3%	47.8%	43.3%	100.0%	43.0%
Nie	Liczebność N	15	5	12	17	0	49
	% z N	78.9%	41.7%	52.2%	56.7%	0.0%	57.0%
Ogółem	Liczebność N	19	12	23	30	2	86
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	7.755b	4	0.101
Iloraz wiarygodności	8.789	4	0.067
Test związku liniowego	2.587	1	0.108
N ważnych obserwacji	86		

Miary symetryczne[a]		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.288	0.101
N ważnych obserwacji		86	

a. Przedsiębiorcy A b. 20.0% komórek (2) ma liczebność oczekiwaną < 5. Min liczebność wynosi 0.86.
Źródło: badania własne

Przedsiębiorstwa B

Tabela 4.47 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według zasięgu działalności przedsiębiorstw B

Informacja o analizowanych danych [a]

Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział [%]	N	Udział [%]
	203	97.1%	6	2.9%	209	100.0%

Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego		Zasięg działalności					Ogółem
		Lokalnym	Regionalnym	Krajowym	Międzynarodowym	Globalnym	
Tak	Liczebność N	8	18	20	22	3	71
	% z N	18.2%	60.0%	36.4%	33.3%	37.5%	35.0%
Nie	Liczebność N	36	12	35	44	5	132
	% z N	81.8%	40.0%	63.6%	66.7%	62.5%	65.0%
Ogółem	Liczebność N	44	30	55	66	8	203
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	13.864b	4	0.008
Iloraz wiarygodności	13.989	4	0.007
Test związku liniowego	0.639	1	0.424
N ważnych obserwacji	203		

Miary symetryczne[a]		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.253	0.008
N ważnych obserwacji		203	

a. Przedsiębiorcy B b. 10.0% komórek (1) ma liczebność oczekiwaną < 5. Minimalna liczebność oczekiwana wynosi 2.80.
Źródło: badania własne

Przeprowadzono w związku z tym szczegółowe badania dotyczące każdej z grupy przedsiębiorców (tabela 4.46 i 4.47). Wyniki testu zostały potwierdzone na próbie przedsiębiorców B, dla których osiągnięty poziom istotności – mniejszy od zakładany poziom istotności α - jest niższy niż dla przedsiębiorców A i wynosi p=0.008, przy liczbie stopni swobody df=4. Zatem,

H6ZASIĘG RYNKU ZBYTU PRZEDSIĘBIORSTW B: W miarę wzrostu zasięgu rynku mikro, małych i średnich przedsiębiorstw rośnie wykorzystywanie przez nie instrumentów rynku kapitałowego została potwierdzona

4.2.2 Wzrost przedsiębiorstwa

Wiek i wielkość przedsiębiorstw – jaki już wcześniej wskazano - są głównymi cechami, które zarówno determinują klasyfikację mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, jak i określają wzrost oraz wyznaczają granice ich możliwości pozyskiwania źródeł finansowania. Cechy, które mogą często wpływać na konkurencyjność rynkową przedsiębiorstw tej wielkości, decydować o ich zwinności i szybkości dostosowywania się do zachodzących zmian gospodarczych, mogą również w znacznym stopniu ograniczać ich rozwój. Postanowiono zatem zbadać zależności jakie występują w badanej grupie ogólnej, porównując obecną wielkość przedsiębiorstw i przewidywany jego wzrost deklarowany przez właścicieli oraz sprawdzić jakie zachodzą korelacje między korzystającymi z instrumentów rynku kapitałowego – przedsiębiorstw A i niekorzystającymi – przedsiębiorstw B (tabela 4.48).

Tabela 4.48 Przewidywany przez respondentów wzrost wielkości przedsiębiorstw

Przewidywana liczba zatrudnionych		Wielkość przedsiębiorstwa [wg liczby zatrudnionych osób]						Ogółem
		0	1-4	5-9	10-24	25-49	50-249	
Zwiększenie liczby pracowników	Liczebność N	48	38	33	24	41	30	214
	% z N	98.0%	77.6%	50.0%	37.5%	28.5%	13.2%	35.7%
Taka sama liczba pracowników	Liczebność N	1	11	24	19	40	62	157
	% z N	2.0%	22.4%	36.4%	29.7%	27.8%	27.2%	26.2%
Zmniejszenie liczby pracowników	Liczebność N	0	0	9	21	63	136	229
	% z N	0.0%	0.0%	13.6%	32.8%	43.8%	59.6%	38.2%
Ogółem	Liczebność N	49	49	66	64	144	228	600
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	207.103[a]	10	0.000
Iloraz wiarygodności	237.870	10	0.000
Test związku liniowego	185.164	1	0.000
N ważnych obserwacji	600		
Miary symetryczne		Wartość	Istotność przybliżona
Nominalna przez Nominalna	Współczynnik kontyngencji	0.507	0.000
N ważnych obserwacji		600	

Źródło: badania własne

Wyniki badania wykazały istnienie zależności stochastycznej. Wartość χ^2 wyniosła 0.000-9E, zatem wynik w sposób silny jest mniejszy od poziomu istotności α, przy liczbie

stopni swobody df=10. W związku z tym istnieje znacząca zależność, bowiem test ma wartość istotną i istnieją podstawy do odrzucenia hipotezy w zakresie niezależności danych. Zatem,

H7: Istnieje zależność pomiędzy wzrostem przedsiębiorstwa, a wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego została dowiedziona.

Przedsiębiorcy A

Tabela 4.49 Przewidywany wzrost wielkości przedsiębiorstw A

Informacja o analizowanych danych [a]

Docelowa liczba zatrudnionych osób	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział [%]	N	Udział [%]
	91	100.0%	0	0.0%	91	100.0%

Docelowa liczba zatrudnionych osób		Wielkość przesiębiorstwa						Ogółem
		0	1-4	5-9	10-24	25-49	50-249	
Zwiększenie liczby pracowników	Liczebność N	18	7	5	3	4	3	40
	% z N	94.7%	87.5%	55.6%	21.4%	23.5%	12.5%	44.0%
Taka sama liczba pracowników	Liczebność N	1	1	3	4	6	9	24
	% z N	5.3%	12.5%	33.3%	28.6%	35.3%	37.5%	26.4%
Zmniejszenie liczby pracowników	Liczebność N	0	0	1	7	7	12	27
	% z N	0.0%	0.0%	11.1%	50.0%	41.2%	50.0%	29.7%
Ogółem	Liczebność N	19	8	9	14	17	24	91
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	44.238b	10	0.000
Iloraz wiarygodności	52.386	10	0.000
Test związku liniowego	35.216	1	0.000
N ważnych obserwacji	91		

a. . Przedsiębiorcy A b. 50.0% komórek (9) ma liczebność oczekiwaną <5. Minimalna liczebność oczekiwana wynosi 2.11.
Źródło: badania własne

Przedsiębiorcy B

Tabela 4.50 Przewidywany wzrost wielkości przedsiębiorstw B

Informacja o analizowanych danych [a]

Docelowa liczba zatrudnionych osób	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział [%]	N	Udział [%]
	209	100.0%	0	0.0%	209	100.0%

Docelowa liczba zatrudnionych osób		Wielkość przesiębiorstwa						Ogółem
		0	1-4	5-9	10-24	25-49	50-249	
Zwiększenie liczby pracowników	Liczebność N	26	21	19	13	11	13	103
	% z N	100.0%	84.0%	46.3%	50.0%	31.4%	23.2%	49.3%
Taka sama liczba pracowników	Liczebność N	0	4	15	8	11	24	62
	% z N	0.0%	16.0%	36.6%	30.8%	31.4%	42.9%	29.7%
Zmniejszenie liczby pracowników	Liczebność N	0	0	7	5	13	19	44
	% z N	0.0%	0.0%	17.1%	19.2%	37.1%	33.9%	21.1%
Ogółem	Liczebność N	26	25	41	26	35	56	209
	% z N	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	62,827[b]	10	0.000
Iloraz wiarygodności	77.684	10	0.000
Test związku liniowego	49.365	1	0.000
N ważnych obserwacji	209		

a. Przedsiębiorcy B b. 0.0% komórek (0) ma liczebność oczekiwaną <5. Min liczebność wynosi 5.26.
Źródło: badania własne

Szczegółowa analiza danych wykazała istnienie silnej zależności zarówno wśród przedsiębiorstw A jak i B, których istotności asymptotyczne są znacznie niższe niż poziom istotności α, przy liczbie stopni swobody df=10. Hipotezy dowodzi również wartość ilorazu wiarygodności jak i testu związku liniowego, co dodatkowo wzmacnia wiarygodność hipotezy H7, którą należy przyjąć zarówno dla przedsiębiorców A jak i B (tabele 4.49 i 4.50).

4.2.3 Znaczenie internacjonalizacji

Procesy umiędzynaradawiania przedsiębiorstw przyspieszają wzrost ekonomiczny każdej gospodarki. Rozszerzanie działalności polskich przedsiębiorstw poza rynek krajowy odbywa się częściej w formie etapowej niż w born global. W związku z tym postanowiono zbadać istnienie zależności pomiędzy internacjonalizacją przedsiębiorstw a wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego (tabela 4.51).

Tabela 4.51 Internacjonalizacja przedsiębiorstw

Informacja o analizowanych danych

Internacjonalizacja przedsiębiorstw	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział [%]	N	Udział [%]
	266	44.3%	334	55.7%	600	100.0%

Internacjonalizacja przedsiębiorstw		MSP			Ogółem
		Mikro	Małe	Średnie	
Międzynarodowym	Liczebność	42	84	122	248
	% z MSP	91.3%	91.3%	95.3%	93.2%
Globalnym	Liczebność	4	8	6	18
	% z MSP	8.7%	8.7%	4.7%	6.8%
Ogółem	Liczebność	46	92	128	266
	% z MSP	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	1.691[a]	2	0.429
Iloraz wiarygodności	1.727	2	0.422
Test związku liniowego	1.337	1	0.248
N ważnych obserwacji	266		

a. 16.7% komórek (1) ma liczebność oczekiwaną < 5. Minimalna liczebność oczekiwana wynosi 3.11

Źródło: badania własne

Tabela 4.52 Internacjonalizacja przedsiębiorstw A

Informacja o analizowanych danych[a]

Internacjonalizacja przedsiębiorstw	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział[%]	N	Udział[%]
	35	38.5%	56	61.5%	91	100.0%
Internacjonalizacja przedsiębiorstw			Mikro	Małe	Średnie	Ogółem
Międzynarodowym		Liczebność	11	11	11	33
		% z MSP	100.0%	91.7%	91.7%	94.3%
Globalnym		Liczebność	0	1	1	2
		% z MSP	0.0%	8.3%	8.3%	5.7%
Ogółem		Liczebność	11	12	12	35
		% z MSP	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	0.972[b]	2	0.615
Iloraz wiarygodności	1.564	2	0.457
Test związku liniowego	0.698	1	0.404
N ważnych obserwacji	35		

a.Przedsiębiorcy A; b. 50.0% komórek (3) ma liczebność oczekiwaną <5. Min liczebność wynosi 0.63
Źródło: badania własne

Tabela 4.53 Internacjonalizacja przedsiębiorstw B

Informacja o analizowanych danych[a]

Internacjonalizacja przedsiębiorstw	Obserwacje					
	Uwzględnione		Wykluczone		Ogółem	
	N	Udział [%]	N	Udział [%]	N	Udział [%]
	79	37.8%	130	62.2%	209	100.0%
Internacjonalizacja przedsiębiorstw			Mikro	Małe	Średnie	Ogółem
Międzynarodowym		Liczebność	21	18	29	68
		% z MSP	84.0%	75.0%	96.7%	86.1%
Globalnym		Liczebność	4	6	1	11
		% z MSP	16.0%	25.0%	3.3%	13.9%
Ogółem		Liczebność	25	24	30	79
		% z MSP	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Testy Chi-kwadrat[a]	Wartość	df	Istotność asymptotyczna (dwustronna)
Chi-kwadrat Pearsona	5.354[b]	2	0.069
Iloraz wiarygodności	6.022	2	0.049
Test związku liniowego	2.058	1	0.151
N ważnych obserwacji	79		

a.Przedsiębiorcy B; b. 50,0% komórek (3) ma liczebność oczekiwaną <5. Min liczebność wynosi 3.34
Żródło:badania własne

Oddzielne badanie i testy dla przedsiębiorstwa A i B wykazały poziomy istotności asymptotycznych na poziomie wyższym niż zakładany poziom istotności α, dlatego w obu przypadkach nie można odrzucić hipotezy badawczej w zakresie niezależności, gdyż nie została ona jednoznacznie stwierdzona. (tabela 4.52 i 4.53). Zatem,

H8: W miarę wzrostu internacjonalizacji mikro, małych i średnich przedsiębiorstw rośnie wykorzystywanie przez nie instrumentów rynku kapitałowego nie można potwierdzić.

4.3 Rekomendacje wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego

Celem głównym dysertacji o charakterze poznawczym, będącym próbą zbadania zmian zachodzących wśród przedsiębiorców i postrzegania przez nie możliwości oferowanych przez instytucje rynku kapitałowego, jako potencjalnego źródła pozyskiwania finansowania własnych przedsiębiorstw oraz ich wiedzy w tym zakresie, determinującej kształtowanie prowadzonych strategii finansowych, a także próba określenia trendów i zachodzących tendencji wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego w zarządzaniu finansami mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, zostały dowiedzione poprzez zastosowanie narzędzi analizy matematycznej w zakresie testów stochastycznych, analizując poszczególne hipotezy badawcze:

H1: Cechy przedsiębiorcy - płeć, wiek, poziom i profil wykształcenia - wyznaczają poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego

H2: Wzrostowi digitalizacji mikro, małych i średnich przedsiębiorstw towarzyszy wzrost umiejętności przedsiębiorców w poszukiwaniu informacji w Internecie związanych z wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego

H3: Wrażliwość właścicieli mikro, małych i średnich przedsiębiorstw na bariery funkcjonowania, wpływa na zakres wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego

H4: Przedsiębiorcy wykorzystujący na starcie w większym zakresie kapitał obcy, częściej korzystają z oferty rynku kapitałowego

H5: Gotowość podniesienia kwalifikacji i wiedzy na temat rozwiązań rynku kapitałowego rośnie z wiekiem przedsiębiorcy

H6: Cechy przedsiębiorstwa - wielkość przedsiębiorstwa, wiek, branża i zasięg rynku zbytu - wyznaczają poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego

H7: Istnieje zależność pomiędzy wzrostem mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, a wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego

H8: W miarę wzrostu internacjonalizacji mikro, małych i średnich przedsiębiorstw rośnie wykorzystywanie przez nie instrumentów rynku kapitałowego

Na drodze przeprowadzonych dowodów, wykorzystujących zależności stochastyczne zweryfikowano każdą z nich, dowodząc istnienia siedmiu zależności w zakresie istniejących korelacji w wykorzystywaniu instrumentów rynku kapitałowego przez mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce (tabeli 4.54).

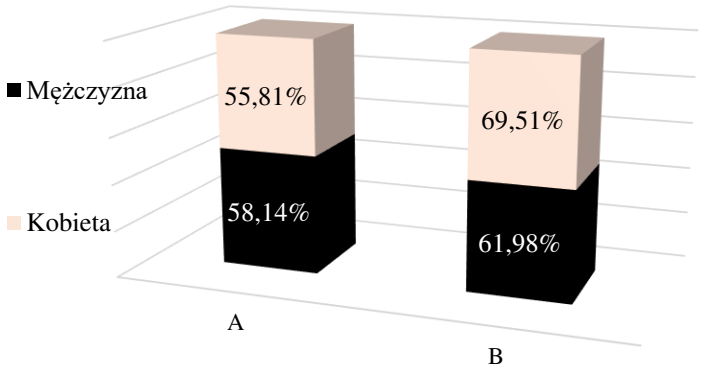
Tabela 4.54 Weryfikacja badanych hipotez

HIPOTEZA	BADANA CECHA	WARTOŚĆ HIPOTEZY BADAWCZEJ	WERYFIKACJA
H1	H1:	H1: Cechy przedsiębiorcy -płeć, wiek, poziom i profil wykształcenia - wyznaczają poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego	#
	$H1_{PŁEĆ}$:	$H1_{PŁEĆ}$: Cechy przedsiębiorcy: płeć wyznacza poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego	#
	$H1_{WIEK}$:	$H1_{WIEK}$: Cecha przedsiębiorcy: wiek respondenta wyznacza poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego	#
	$H1_{WYKSZTAŁCENIE}$:	$H1_{WYKSZTAŁCENIE}$: Cecha przedsiębiorcy: wykształcenie respondenta wyznacza poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego	#
	$H1_{PROFIL\ WYKSZTAŁCENIA\ PRZEDSIEBIORCÓW\ B}$:	**$H1_{PROFIL\ WYKSZTAŁCENIA\ PRZEDSIĘBIORCÓW\ B}$: Cecha przedsiębiorcy: profil wykształcenia respondenta wyznacza poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego**	✓
H2	H2:	H2: Wzrostowi digitalizacji mikro, małych i średnich przedsiębiorstw towarzyszy wzrost umiejętności przedsiębiorców w poszukiwaniu informacji w Internecie związanych z wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego	#
	$H2_{INFORMACJE\ Z\ NTERNETU}$	$H2_{W\ ZAKRESIE\ POSZUKIWANIA\ INFORMACJI\ W\ INTERNECIE\ O\ INSTYTUCJACH\ WSPIERAJĄCYCH\ FINANSOWANIE}$: Wzrostowi digitalizacji mikro, małych i średnich przedsiębiorstw towarzyszy wzrost umiejętności przedsiębiorców w poszukiwania informacji w Internecie na temat wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego	#
	$H2_{BANKOWOŚĆ\ ON\text{-}LINE\ PRZEDSIĘBIORCÓW\ A}$:	**$H2_{PRZEDSIĘBIORSTWA\ A\ W\ ZAKRESIE\ BANKOWOŚCI\ ON\text{-}LINE}$: Wzrostowi digitalizacji mikro, małych i średnich przedsiębiorstw towarzyszy wzrost umiejętności przedsiębiorców w poszukiwania informacji w Internecie na temat wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego**	✓
H3	H3:	H3: Wrażliwość mikro, małych i średnich przedsiębiorstw na bariery funkcjonowania, wpływa na zakres wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego	#
	H3':	**H3': Wrażliwość mikroprzedsiębiorstw na bariery funkcjonowania wpływa na zakres wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego**	✓
H4	H4:	H4: Przedsiębiorcy wykorzystujący na starcie w większym zakresie kapitał obcy, częściej korzystają z oferty rynku kapitałowego	#
H5	H5:	H5: Gotowość podniesienia kwalifikacji i wiedzy na temat rozwiązań rynku kapitałowego rośnie z wiekiem przedsiębiorcy	#
	$H5_{PRZEDSIĘBIORCY\ B}$:	**$H5_{PRZEDSIĘBIORCY\ B}$: Gotowość podniesienia kwalifikacji i wiedzy na temat rozwiązań rynku kapitałowego rośnie z wiekiem przedsiębiorcy**	✓
H6	H6:	H6: Cechy przedsiębiorstwa -wielkość przedsiębiorstwa, wiek, branża i zasięg rynku zbytu - wyznaczają poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego	#
	$H6_{WIELKOŚĆ\ PRZEDSIĘBIORSTWA}$:	$H6_{WIELKOŚĆ\ PRZEDSIĘBIORSTWA}$: Cecha przedsiębiorstwa: wielkość przedsiębiorstwa wyznacza poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego	#
	$H6_{WIEK\ PRZESIĘBIORSTWA\ A}$:	**$H6_{WIEK\ PRZESIĘBIORSTWA\ A}$: Cecha przedsiębiorstwa: jego wiek wyznacza poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego**	✓
	$H6_{BRANŻA\ DZIAŁALNOŚCI}$:	$H6_{BRANŻA\ DZIAŁALNOŚCI}$: Cechy przedsiębiorstwa: branża działalności przedsiębiorstwa wyznacza poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego	#
	$H6_{ZASIĘG\ RYNKU\ ZBYTU\ PRZEDSIĘBIORSTW\ B}$:	**$H6_{ZASIĘG\ RYNKU\ ZBYTU\ PRZEDSIĘBIORSTW\ B}$: W miarę wzrostu zasięgu rynku zbytu mikro, małych i średnich przedsiębiorstw rośnie wykorzystywanie przez nie instrumentów rynku kapitałowego**	✓
H7	**H7:**	**H7: Istnieje zależność pomiędzy wzrostem mikro, małych i średnich przedsiębiorstw a wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego**	✓
H8	H8:	H8: W miarę wzrostu internacjonalizacji mikro, małych i średnich przedsiębiorstw rośnie wykorzystywanie przez nie instrumentów rynku kapitałowego	#

Źródło: badania własne

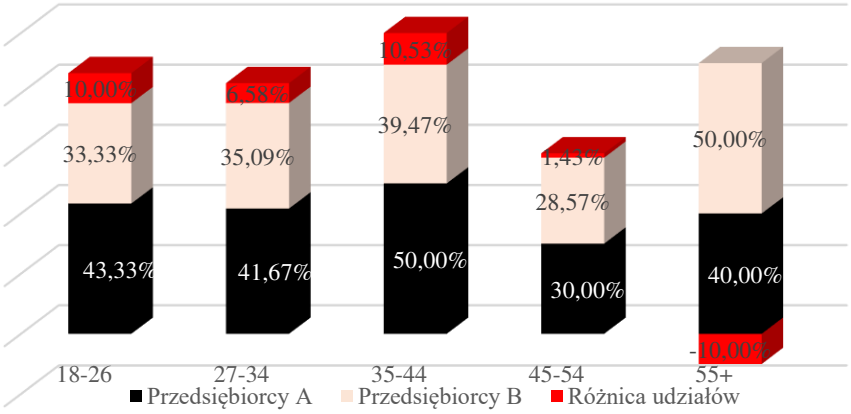
Cel badawczy dysertacji, o charakterze aplikacyjnym zrealizowany zostanie poprzez sformułowanie wniosków rozszerzonych o dodatkowe analizy w zakresie trendów i udziałów, otrzymanych po weryfikacji wcześniejszych hipotez badawczych:

(1) WNIOSEK: Płeć nie wpływa na umiejętność rozróżniania rynku kapitałowego od pieniężnego, jednocześnie zarówno wśród przedsiębiorców korzystających (grupa A) i niekorzystających (grupa B) z rozwiązań rynku kapitałowego można wyselekcjonować grupę, która nadal nie potrafi w sposób jednoznaczny zakwalifikować instrumentów finansowych do odpowiednich rynków (pieniężnego lub kapitałowego) (wykres 4.1).



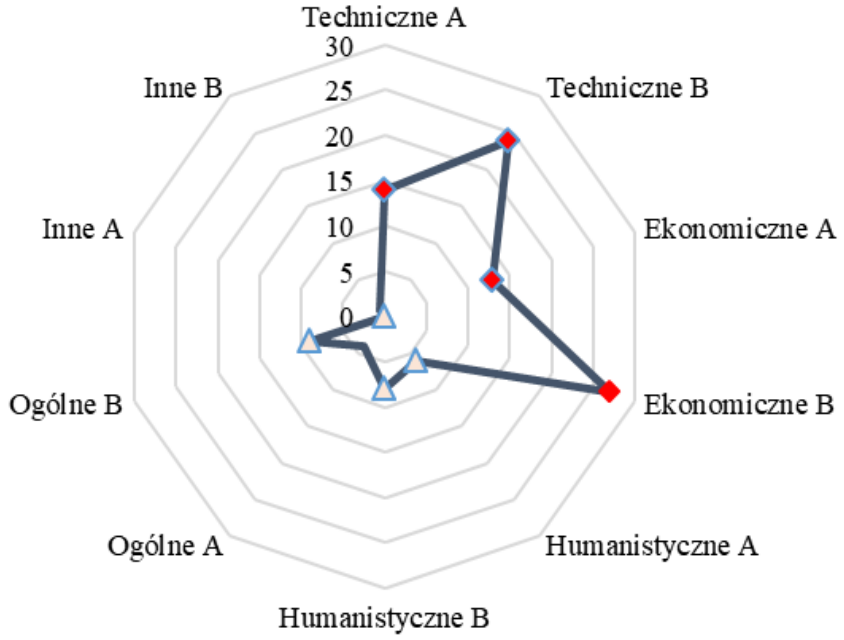
Wykres 4.1 Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku finansowego według płci
Źródło: badania własne

(2) WNIOSEK: nie istnieje stochastycznie potwierdzona zależność pomiędzy wiekiem respondenta a umiejętnością rozróżniania instrumentów rynku kapitałowego od pieniężnego, jednocześnie udział przedsiębiorców A wśród osób rozpoznających w sposób prawidłowy narzędzia ryku kapitałowego jest większy od przedsiębiorców B (z wyjątkiem osób powyżej 55 roku życia) (wykres 4.2)



Wykres 4.2 Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku finansowego według wieku przedsiębiorców
Źródło: badania własne

(3) WNIOSEK: Poziom wykształcenia nie determinuje posiadanych kwalifikacji w zakresie wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego, jednocześnie nieznacznie wyższa jest liczba osób z wykształceniem średnim, kompetentnych w badanym kryterium. Natomiast profil wykształcenia (ekonomiczne i techniczne) stanowi determinantę umiejętności rozpoznawania instrumentów obu rynków oraz zakres stosowania ich w praktyce (wykres 4.3).



Wykres 4.3 Znaczenie profilu wykształcenia respondenta na wykorzystywanie instrumentów rynku kapitałowego

Źródło: badania własne

(4) WNIOSEK: Mikro, mali i średni przedsiębiorcy nie potrafią skutecznie pozyskiwać informacji gospodarczych za pośrednictwem Internetu - zaledwie 27% przedsiębiorców A i 24.4% przedsiębiorców B uznaje swoje umiejętności za wystarczające. Jednocześnie problem ten dotyczy wszystkich przedsiębiorstw bez względu na wielkość, czego dowiódł test post hoc Tukey'a HSD i ANOVA. Równocześnie zauważono tendencję związaną z wielkością przedsiębiorstwa – im przedsiębiorstwo jest większe, tym korzysta z większej liczby stron internetowych w omawianej problematyce. Jednocześnie podobna tendencja występuje w korelacji z wykonywaniem czynności związanych z obsługą płatniczą przedsiębiorstw on-line – im większe przedsiębiorstwo, tym częściej korzysta z usług bankowych on-line.
(tabela 4.55)

Tabela 4.55 Umiejętność wykorzystywania Internetu w skutecznym pozyskiwaniu informacji gospodarczych

Jednoczynnikowa ANOVA[a]

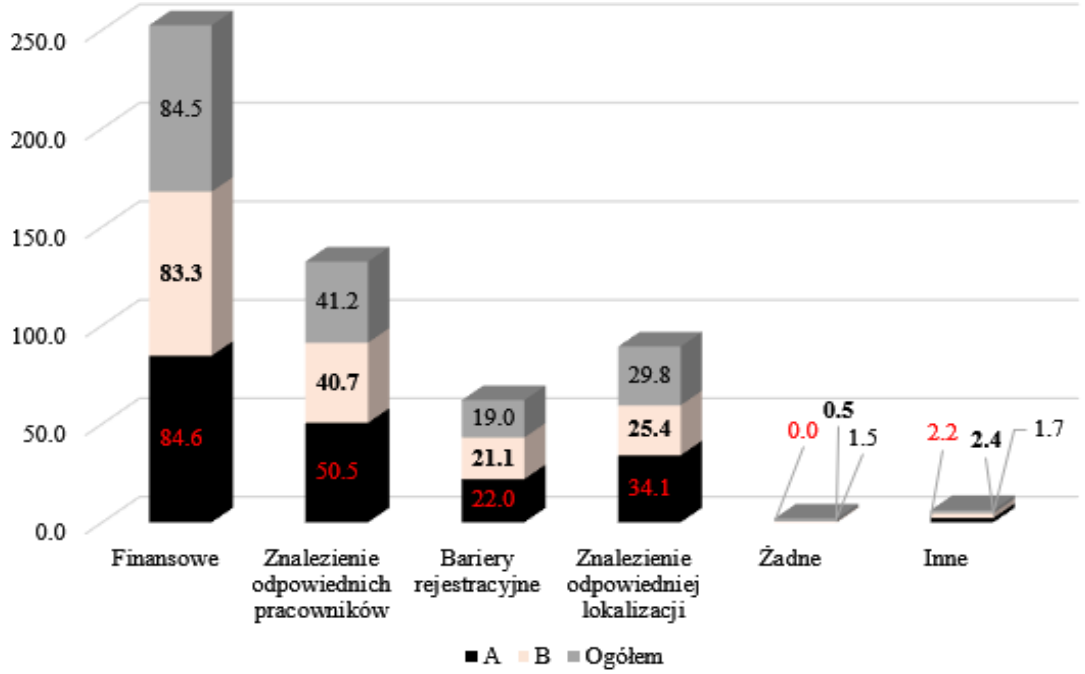
Liczba znanych stron www o tematyce rynków finansowych	Suma kwadratów	df	Średni kwadrat	F	Istotność
Między grupami	24.608	5	4.922	1.665	0.152
Wewnątrz grup	251.238	85	2.956		
Ogółem	275.846	90			

Porównania wielokrotne [a]
Zmienna zależna:
Test Tukey'a HSD

Wielkość przesiębiorstwa		Różnica średnich	Błąd standardowy	Istotność	95% przedział ufności	
					Dolna granica	Górna granica
0 (samozatrudnieni)	1-4	-1.07237	0.72459	0.678	-3.1851	1.0404
	5-9	-0.94737	0.69569	0.749	-2.9758	1.0811
	10-24	-0.16165	0.60555	1.000	-1.9273	1.6040
	25-49	-0.18266	0.57396	1.000	-1.8562	1.4909
	50-249	0.55263	0.52794	0.901	-0.9867	2.0920
1-4	0	1.07237	0.72459	0.678	-1.0404	3.1851
	5-9	0.12500	0.83539	1.000	-2.3108	2.5608
	10-24	0.91071	0.76197	0.838	-1.3110	3.1324
	25-49	0.88971	0.73711	0.832	-1.2595	3.0389
	50-249	1.62500	0.70187	0.199	-0.4215	3.6715
5-9	0	0.94737	0.69569	0.749	-1.0811	2.9758
	1-4	-0.12500	0.83539	1.000	-2.5608	2.3108
	10-24	0.78571	0.73453	0.892	-1.3560	2.9274
	25-49	0.76471	0.70872	0.888	-1.3017	2.8312
	50-249	1.50000	0.67199	0.234	-0.4594	3.4594
10-24	0	0.16165	0.60555	1.000	-1.6040	1.9273
	1-4	-0.91071	0.76197	0.838	-3.1324	1.3110
	5-9	-0.78571	0.73453	0.892	-2.9274	1.3560
	25-49	-0.02101	0.62048	1.000	-1.8302	1.7881
	50-249	0.71429	0.57817	0.818	-0.9715	2.4001
25-49	0	0.18266	0.57396	1.000	-1.4909	1.8562
	1-4	-0.88971	0.73711	0.832	-3.0389	1.2595
	5-9	-0.76471	0.70872	0.888	-2.8312	1.3017
	10-24	0.02101	0.62048	1.000	-1.7881	1.8302
	50-249	0.73529	0.54500	0.757	-0.8538	2.3244
50-249	0	-0.55263	0.52794	0.901	-2.0920	0.9867
	1-4	-1.62500	0.70187	0.199	-3.6715	0.4215
	5-9	-1.50000	0.67199	0.234	-3.4594	0.4594
	10-24	-0.71429	0.57817	0.818	-2.4001	0.9715
	25-49	-0.73529	0.54500	0.757	-2.3244	0.8538

a.Przedsiębiorcy A
Źródło: badnia własne

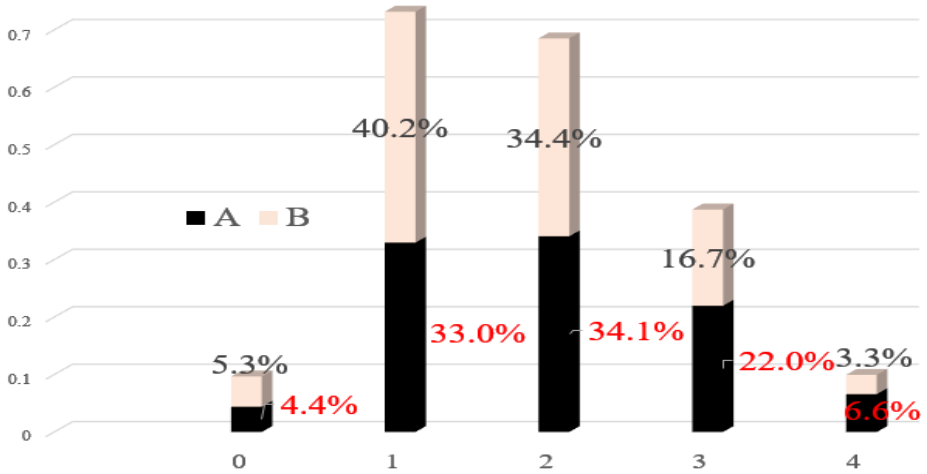
(5) WNIOSEK: Spośród dwunastu możliwych do wskazania barier rozowju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, najczęściej wymieniane przez respondentów był bariera finansowa, a następnie znalezienie pracowników o odpowiednich kompetencjach i kwalifikacjach (wykres 4.4).



Wykres 4.4 Udział liczby barier postrzeganych przez respondentów [w%]

Źródło: badania własne

Interesującym spostrzeżeniem z punktu widzenia rozważanej problematyki jest udowodniona tendencja w zakresie postrzegania barier przez MSP. Bowiem znacznie więcej barier postrzeganych jest przez przedsiębiorców niekorzystających z instrumentów rynku kapitałowego niż tych, którzy prowadzą działalność przy wykorzystywaniu tych instrumentów: przedsiębiorcy A postrzegają 44% barier zauważanych przez przedsiębiorców B (tabela 4.56 – ogółem 91 barier postrzeganych przez przedsiębiorców A versus 209 przez przedsiębiorców B) (wykres 4.5).



Wykres 4.5 Udział liczby barier postrzeganych przez przedsiębiorców A i B

Źródło: badania własne

Tabela 4.56 Liczba barier postrzeganych przez przedsiębiorców A i B

Liczba wskazanych barier		A	B
		Ogółem	Ogółem
0	Liczebność N	4	11
	% z MSP	4.4%	5.3%
1	Liczebność N	30	84
	% z MSP	33.0%	40.2%
2	Liczebność N	31	72
	% z MSP	34.1%	34.4%
3	Liczebność N	20	35
	% z MSP	22.0%	16.7%
4	Liczebność N	6	7
	% z MSP	6.6%	3.3%
Ogółem		91	209
		100.0%	100.0%

Źródło: badania własne

(6) WNIOSEK: Wraz ze wzrostem wielkości przedsiębiorstwa na starcie rośnie udział kapitału obcego (KO) w relacji do kapitału własnego (KW) - w statystykach największą liczbę przedsiębiorstw o relacji na start kapitał obcy > kapitał własny (KO>KW) wykazywali średni przedsiębiorcy, następnie mali i mikro. Zatem im większe przedsiębiorstwo jest zakładane, tym relacja KO do KW na starcie jest większa (KO>KW).

(7) WNIOSEK: Im większe przedsiębiorstwo, tym rozpoznawalność instrumentów rynku kapitałowego jest mniejsza. Nie stwierdzono natomiast odwrotnej zależności w nieumiejętności rozróżnienia oferty rynku pieniężnego od kapitałowego, a jedynie w zakresie rynku kapitałowego i funduszy private equity (tabela 4.57).

Tabela 4.57 Umiejętność identyfikacji funduszy private equity

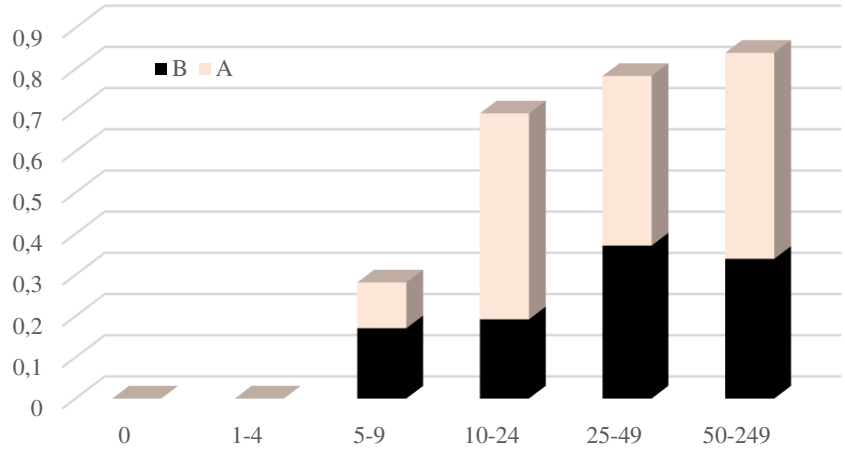
Umiejętność identyfikacji instrumentów rynku kapitałowego i funduszy private equity		MSP			Ogółem
		Mikro	Małe	Średnie	
Nie	Liczebność N	25	50	77	152
	% z MSP	23.8%	39.4%	57.0%	41.4%
Tak	Liczebność N	80	77	58	215
	% z MSP	76.2%	60.6%	43.0%	58.6%
Ogółem	Liczebność N	105	127	135	367
	% z MSP	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Źródło: badania własne

(8) WNIOSEK: Największą umiejętnością rozróżniania instrumentów rynku pieniężnego od kapitałowego wykazali się respondenci reprezentujący branżę usług, we wszystkich

możliwych analizowanych podziałach: rozkład ogólny, przedsiębiorcy A, przedsiębiorcy B, przy czym w żadnym aspekcie nie są to korelacje wrażliwe z punktu widzenia istotności stochastycznej.

(9) WNIOSEK: Im większe przedsiębiorstwo, tym zamiar zmniejszenia liczby pracowników jest większy. Generalnie, liczba zatrudnionych stanowi najbardziej stochastycznie wrażliwą daną. Poziomy istotności w każdych, krzyżowo analizowanych relacjach wykazał wysoką istotność co do założonej $\alpha = 0.05$, przy liczbie stopni swobody df=10. Wśród przedsiębiorstw A 26.7% nie zamierza zmieniać stanu zatrudnienia, a 29.7% chce je zmniejszyć. Odpowiednio wśród przedsiębiorstw B: 29.7% i 21.1%. W każdym analizowanym wariancie wystąpiła zależność, zgodnie z którą im większe przedsiębiorstwo, tym zamiar zmniejszenia zatrudnienia jest większy, a zatem występuje spadkowa tendencja wzrostu przedsiębiorstwa (wykres 4.6).



Wykres 4.6 Przewidywany wzrost w przedsiębiorstwach A i B [w %]

Źródło: badania własne

(10) WNIOSEK: Przedsiębiorstwa o międzynarodowym zasięgu działalności wykazują największy udział zarówno wśród tych, które potrafią odróżnić instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego, jak i wśród tych przedsiębiorstw które nie potrafią. Jednocześnie wśród przedsiębiorstw A 100% przedsiębiorstw globalnych trafnie definiuje instrumenty obu rynków, a wśród przedsiębiorców B, zaledwie 37.5%.

(11) WNIOSEK: Gotowość do podnoszenia wiedzy w zakresie rynku kapitałowego maleje wraz z wielkością przedsiębiorstwa, wśród tych które korzystały z rynku kapitałowego (odpowiednio przedsiębiorstwa A: mikro – 94.4%, mali – 90.3%, średnie – 87.5%). Jednocześnie wzrostu gotowości do podnoszenia wiedzy w zakresie rynku kapitałowego, wśród przedsiębiorstw, które nie korzystały z rynku kapitałowego potwierdzić nie można, (odpowiednio przedsiębiorstwa B: mikro – 84.8%, mali – 95.1%, średnie – 94.6%).

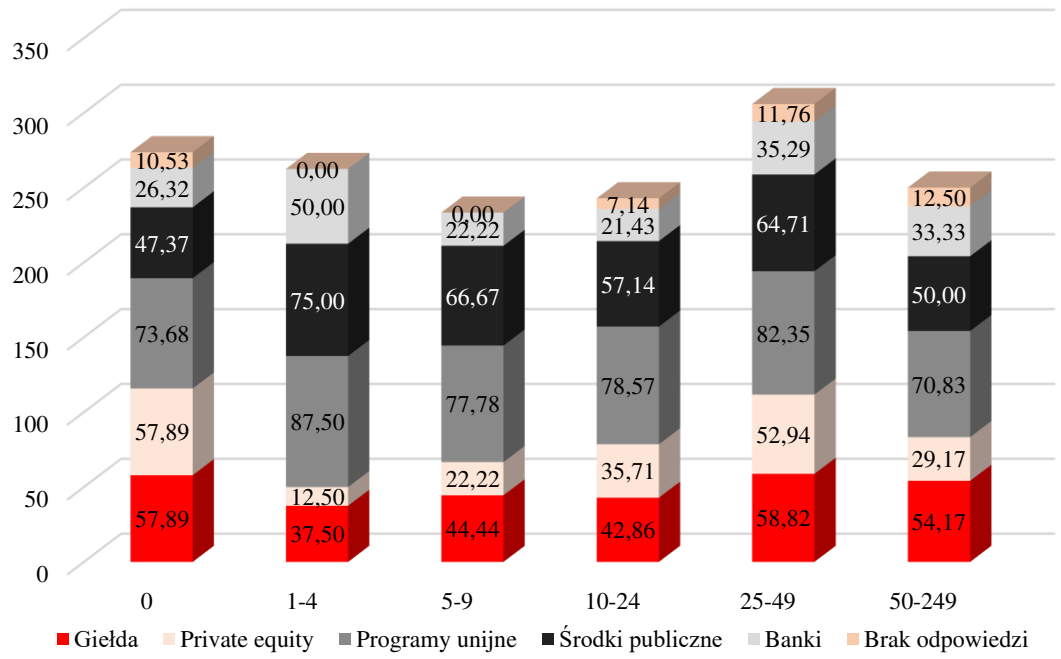
Ze względu na wieloaspektowość zagadnienia wiedzy, zarówno w zakresie posiadanych kwalifikacji i kompetencji wskazywanych przez właścicieli w relacji z barierami - wśród których na drugim miejscu wystąpiła bariera związana ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników - postanowiono dokonać szerszej analizy tego zagadnienia w aspekcie wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego przez mikro, małych i średnich przedsiębiorców. Wśród ankietowanych z grupy A i B nie można stwierdzić dziedziny szkoleń niewymagającej podnoszenia wiedzy w zakresie źródeł finansowania (tabela 5.58).

Tabela 4.58 Struktura przedsiębiorców deklarujących konieczność podniesienia poziomu wiedzy w zakresie źródeł finansowania [w %]

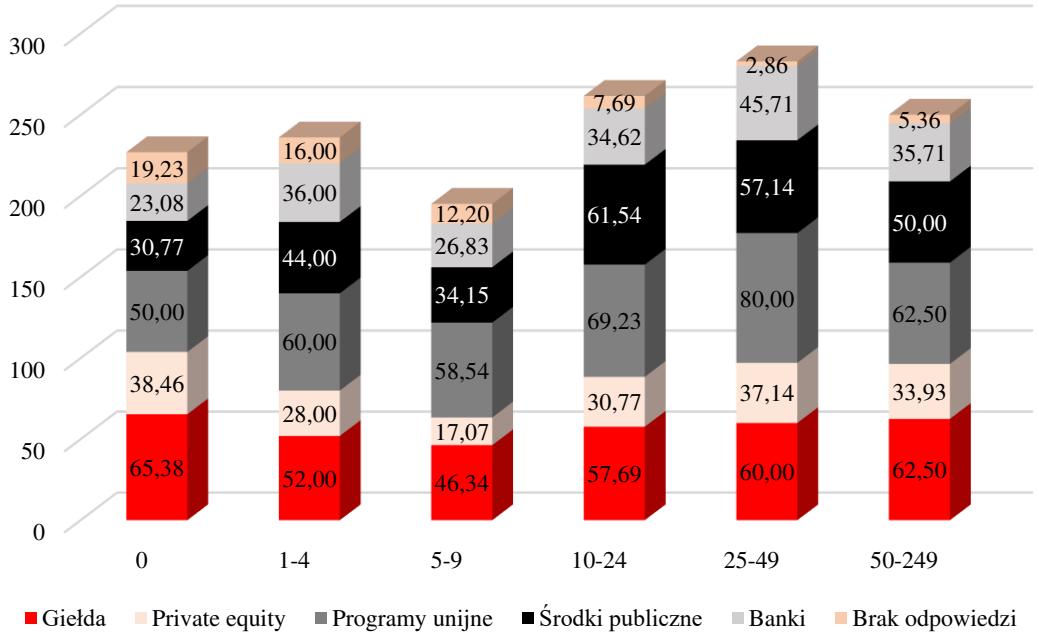
PRZEDSIĘBIORCY A							
LATA	2016-2018						
MSP	0	1-4	5-9	10-24	25-49	50-249	Ogółem
Giełda	57.9	37.5	44.4	42.9	58.8	54.2	51.6
Privat equity	57.9	12.5	22.2	35.7	52.9	29.2	38.5
Programy unijne	73.7	87.5	77.8	78.6	82.4	70.8	76.9
Środki publiczne	47.4	75.0	66.7	57.1	64.7	50.0	57.1
Banki	26.3	50.0	22.2	21.4	35.3	33.3	30.8
Brak odpowiedzi	10.5	0.0	0.0	7.1	11.8	12.5	8.8
Ogółem	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
PRZEDSIĘBIORCY B							
LATA	2016-2018						
MSP	0	1-4	5-9	10-24	25-49	50-249	Ogółem
Giełda	65.4	52.0	46.3	57.7	60.0	62.5	57.4
Privat equity	38.5	28.0	17.1	30.8	37.1	33.9	30.6
Programy unijne	50.0	60.0	58.5	69.2	80.0	62.5	63.6
Środki publiczne	30.8	44.0	34.1	61.5	57.1	50.0	46.4
Banki	23.1	36.0	26.8	34.6	45.7	35.7	34.0
Brak odpowiedzi	19.2	16.0	12.2	7.7	2.9	5.4	9.6
Ogółem	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Źródło: badania własne

Analiza udziałów danych pozyskanych w latach 2016-2018 wykazała zainteresowanie zarówno szkoleniami związanymi z giełdą jak i funduszami private equity. Wśród przedsiębiorców A giełdą zainteresowane są osoby samozatrudnione (57.9%), a także firmy małe, zatrudniające powyżej 25 osób (58.8%). Podobne statystyki dotyczą funduszy private equity (odpowiednio: 57.9% i 52.9%). Wśród przedsiębiorców B, zainteresowanych poszerzeniem wiedzy w zakresie oferowanych na rynku możliwości GPW jest najwięcej wśród samozatrudnionych (65.4%), przedsiębiorstw małych zatrudniających powyżej 25 osób (60%) i średnich firm (62.5%). Są oni zdecydowanie mniej zainteresowani funduszami private equity niż przedsiębiorcy A, jednocześnie wykazują wysoki udział gotowości do poszerzenia wiedzy o możliwości oferowane przez programy unijne i środki publiczne (wykres 4.7 i 4.8).

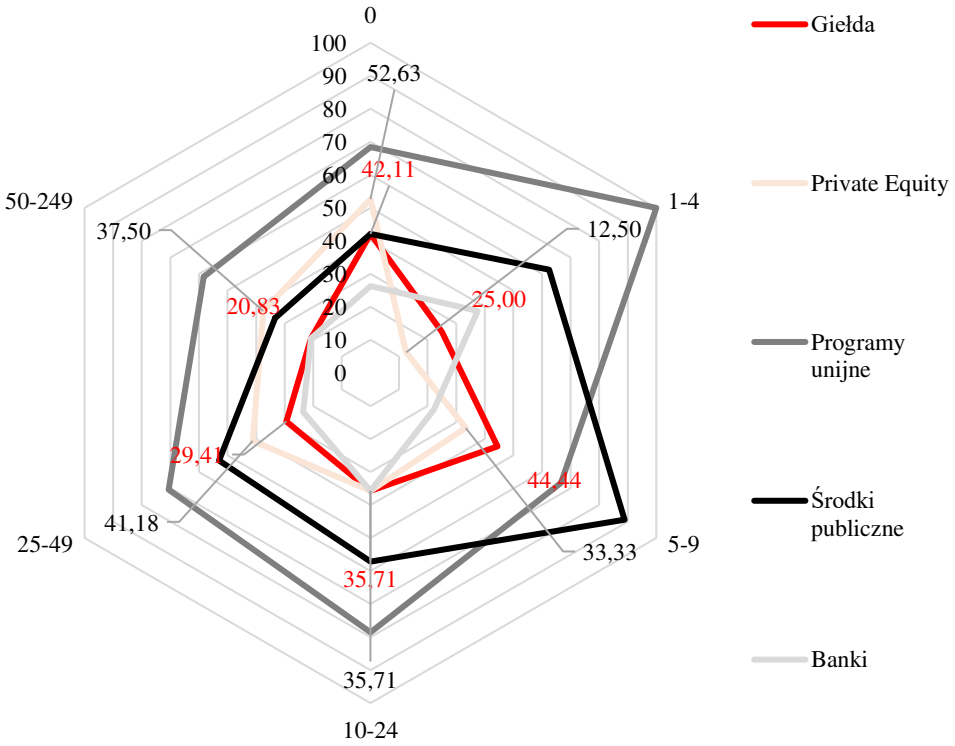


Wykres 4.7 Struktura przedsiębiorstw A gotowych do pozyskania wiedzy [w %]
Źródło: badania własne

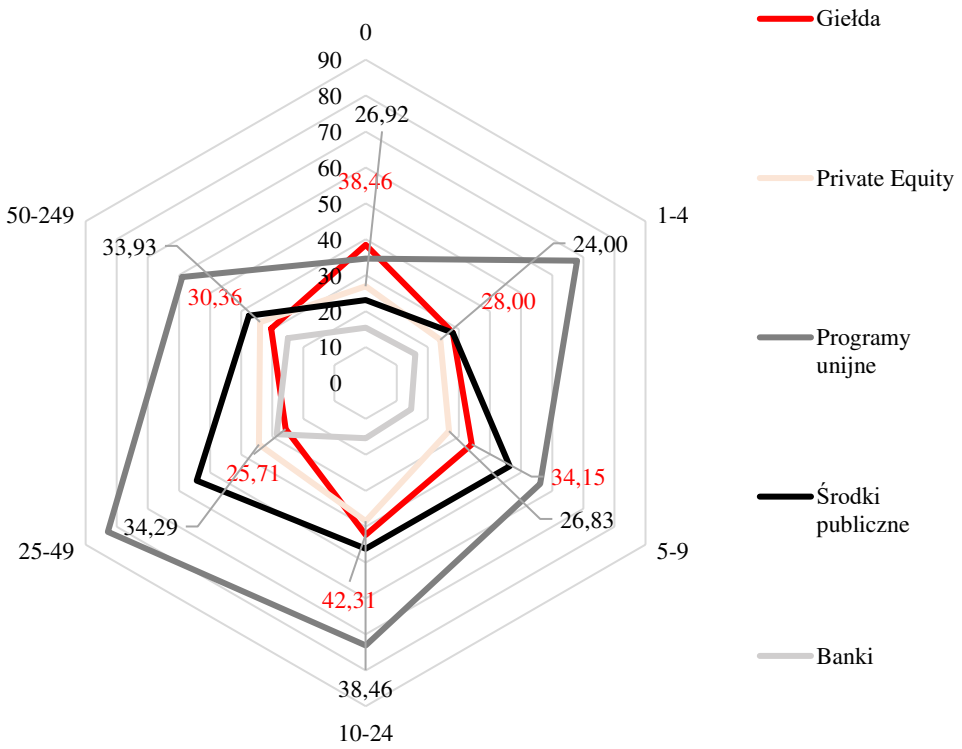


Wykres 4.8 Struktura przedsiębiorstw B gotowych do pozyskania wiedzy [w %]
Źródło: badania własne

Badani przedsiębiorcy wskazali problematykę, którą chcieliby poszerzyć uczestnicząc w szkoleniach. W obu grupach (A+B) udział ich przekroczył 1/3, przy czym rozwiązaniami private equity bardziej zainteresowani są przedsiębiorcy A, natomiast giełdą przedsiębiorcy B (odpowiednio: 38.5% i 32.5%) (wykres 4.9 i 4.10).



Wykres 4.9. Udział przedsiębiorców A gotowych uczestniczyć w szkoleniach [w %]
Źródło: badania własne



Wykres 4.10 Udział przedsiębiorców B gotowych uczestniczyć w szkoleniach [w %]
Źródło: badania własne

Porównując tendencje zachodzące pomiędzy analizowanymi przedsiębiorstwami, należy zaznaczyć, iż nie jest ona jednorodna, tak w przypadku giełdy, jak i funduszy private equity, ponieważ w trzech kolejnych latach uzyskano adekwatne statystyki: w zakresie giełdy: 2016 - 35%, 2017 - 38.7%; 2018 - 25%, natomiast w tematyce private equity: 2016 - 30%, 2017 - 45.2%, 2018-37.5%. Podobne zależności występują wśród przedsiębiorców B: w zakresie giełdy: 2016 – 31.3%, 2017 – 40.6%; 2018 - 25%, natomiast w szkoleniach o tematyce private equity: 2016 – 27.5%, 2017 – 34.8%, 2018 – 31.7%. W kręgu największego zainteresowania są programy unijne, odpowiednio: 70.3% przedsiębiorców A i 62.2% przedsiębiorców B. Interesujących wniosków dostarczają również statystyki dotyczące liczby zadeklarowanych i gotowych do uczestniczenia w szkoleniach przedsiębiorstw, ponieważ wśród przedsiębiorców A jest to 100%, a wśród B: 67% (wykres 4.9 i 4.10).

Wyniki badań prowadzą do wniosku, iż w sposób jednoznaczny - właściciele przedsiębiorstw, którzy nawiązali współpracę z rynkiem kapitałowym są gotowi do ciągłego podnoszenia swoich kwalifikacji i wiedzy na temat rozwiązań związanych z poszukiwaniami efektywnych źródeł finansowania. Aspekt ten jest ważny, ponieważ zagadnienia związane z zarządzaniem wiedzą, w gospodarkach opartych na wiedzy, stają się coraz bardziej istotne. Znaczenie roli człowieka - po entuzjazmie związanym z maksymalizacją procesów, ich optymalizacją i przenoszeniem na wszystkie dziedziny zarządzania - ponownie wraca do istotnych zagadnień związanych z problematyką efektywnego zarządzania, stając się procesem ciągłym w kształtowaniu elementu wiedzy, a także znaczenia zagadnień informacji biznesowej i budowania trwałych relacji na każdej z możliwych platform relacji. Ponownie zatem w literaturze przedmiotu, jaki i praktyce gospodarczej obok know-how stanęło know-whom.

Wobec tak zarysowanego problemu wiedzy w zakresie instrumentów rynku kapitałowego, oraz gotowości do wdrażania ciągłych procesów szkoleń w badanych firmach, przedsiębiorcy wskazali kwoty, które są w stanie zapłacić za szkolenia. Pomimo, iż w każdym badanym roku, właściciele firm gotowi są wydać najwięcej na szkolenia z zakresu giełdy i private equity, których ceny w ich opinii powinny średnio wahać się pomiędzy 309 PLN a 679 PLN, a najwyżej ceniona jest giełda, podane wartości pozostają zdecydowanie poza jakimikolwiek możliwościami zorganizowania szkolenia. Można zatem wnioskować, iż albo pozyskanie fachowej wiedzy, nadal postrzegane jest przez MSP w kategoriach kosztu a nie inwestycji - które im niższy tym lepsza efektywność przedsiębiorstw - albo ich znajomość cen rynkowych w zakresie podnoszenia kwalifikacji jest tak nikła, iż nie zdają sobie sprawy z uwarunkowań obowiązujących na rynku (tabela 4.59). Druga możliwość implikuje kolejny

wniosek – przedsiębiorcy nie korzystają ze szkoleń zewnętrznych, podnoszących kwalifikacje własne i zespołów pracowniczych w zakresie pozyskiwania skutecznych źródeł finansowania.

Tabela 4.59 Średnie kwoty, jakie przedsiębiorcy gotowi są przeznaczyć na szkolenia z podziałem na tematy szkoleń [w PLN]

PRZEDSIĘBIORCY A						
2016						
ZAKRES SZKOLENIA		Giełda	Private Equity	Programy Unijne	Środki Publiczne	Banki
Mikro	0 (samozatrudnienie)	233	233	233	233	150
	1-4	300	350	0	0	100
	5-9	350	350	350	350	250
	Ogółem	286	300	200	200	164
Małe	10-24	100	50	0	50	50
	25-49					
	Ogółem	100	50	0	50	50
Średnie	50-249	433	800	183	117	167
	Ogółem	433	800	183	117	167
MSP Ogółem		309	414	177	164	155
2017						
ZAKRES SZKOLENIA		Giełda	Privaet Equity	Programy Unijne	Środki Publiczne	Banki
Mikro	0 (samozatrudnienie)	900	511	339	289	250
	1-4	225	425	275	275	275
	5-9	750	390	100	75	250
	Ogółem	700	472	290	257	257
Małe	10-24	950	1333	1000	83	50
	25-49	200	200	50	50	400
	Ogółem	763	1050	763	75	138
Średnie	50-249	586	843	164	164	186
	Ogółem	586	843	164	164	186
MSP Ogółem		679	661	329	204	219
2018						
ZAKRES SZKOLENIA		Giełda	Private Equity	Programy Unijne	Środki Publiczne	Banki
Mikro	0 (samozatrudnienie)	600	700	300	300	200
	1-4	500	500	0	0	0
	5-9	450	300	75	75	120
	Ogółem	483	400	100	100	114
Małe	10-24	414	571	193	186	207
	25-49	350	350	244	167	211
	Ogółem	378	447	222	175	209
Średnie	50-249	350	250	267	217	120
	Ogółem	350	250	267	217	120
MSP Ogółem		395	395	205	168	170

Źródło: badania własne

Wyniki badań w zakresie szkoleń zostały poszerzone o dodatkowe analizy w zakresie występowania zależności, wynikających z możliwości istnienia korelacji pomiędzy korzystaniem wcześniej z finansowania zewnętrznego a wartościami kwot przeznaczanych przez przedsiębiorców na szkolenia (tabela 4.60, 4.61, 4.62 i 4.63).

Tabela 4.60 Gotowość do ponoszenia nakładów na szkolenia z zakresu giełdy przez przedsiębiorców A

Statystyki dla grup [a]

Finansowanie zewnętrzne		N	Średnia	Odchylenie standardowe	Błąd standardowy średniej
Giełda	Tak	24	639.58	636.393	129.903
	Nie	41	408.54	430.393	67.216

Test dla prób niezależnych [a]

Finansowanie zewnętrzne		Test Levene'a jednorodności wariancji		Test t równości średnich						
		F	Istotność	t	df	Istotność (dwustronna)	Różnica średnich	Błąd standardowy różnicy	95% przedział Dolna granica	95% przedział Górna granica
Giełda	Założono równość wariancji	7.133	0.010	1.745	63	0.086	231.047	132.423	-33.580	495.673
	Nie założono równości wariancji			1.580	35.501	0.123	231.047	146.263	-65.733	527.826

Tabela 4.61 Gotowość do ponoszenia nakładów na szkolenia z zakresu giełdy przez przedsiębiorców B

Statystyki dla grup [a]

Finansowanie zewnętrzne		N	Średnia	Odchylenie standardowe	Błąd standardowy średniej
Giełda	Tak	36	1005.56	2250.041	375.007
	Nie	116	393.53	328.801	30.528

Test dla prób niezależnych [a]

Finansowanie zewnętrzne		Test Levene'a jednorodności wariancji		Test t równości średnich						
		F	Istotność	t	df	Istotność (dwustronna)	Różnica średnich	Błąd standardowy różnicy	95% przedział Dolna granica	95% przedział Górna granica
Giełda	Założono równość wariancji	20.584	0.000	2.853	150	0.005	612.021	214.509	188.172	1035.871
	Nie założono równości wariancji			1.627	35.465	0.113	612.021	376.247	-151.444	1375.486

a. Przedsiębiorcy B
Źródło: badania własne

Tabela 4.62 Gotowość do ponoszenia nakładów na szkolenia z zakresu private equity przez przedsiębiorców A

Statystyki dla grup [a]

Finansowanie zewnętrzne		N	Średnia	Odchylenie standardowe	Błąd standardowy średniej
Privat Equity	Tak	24	786.67	887.991	181.260
	Nie	41	339.02	237.042	37.020

Test dla prób niezależnych [a]

Finansowanie zewnętrzne		Test Levene'a		Test t równości średnich						
		F	Istotność	t	df	Istotność (dwustronna)	Różnica średnich	Błąd standardowy różnicy	95% przedział Dolna granica	95% przedział Górna granica
Privat Equity	Założono równość wariancji	22.052	0.000	3.062	63	0.003	447.642	146.194	155.496	739.788
	Nie założono równości wariancji			2.420	24.934	0.023	447.642	185.002	66.572	828.713

a. Przedsiębiorcy A
Źródło: badania własne

Tabela 4.63 Gotowość do ponoszenia nakładów na szkolenia z zakresu private equity przez przedsiębiorców B

Statystyki dla grup[a]

Finansowanie zewnętrzne		N	Średnia	Odchylenie standardowe	Błąd standardowy średniej
Privat Equity	Tak	33	468.18	459.078	79.915
	Nie	113	334.07	270.933	25.487

Test dla prób niezależnych[a]

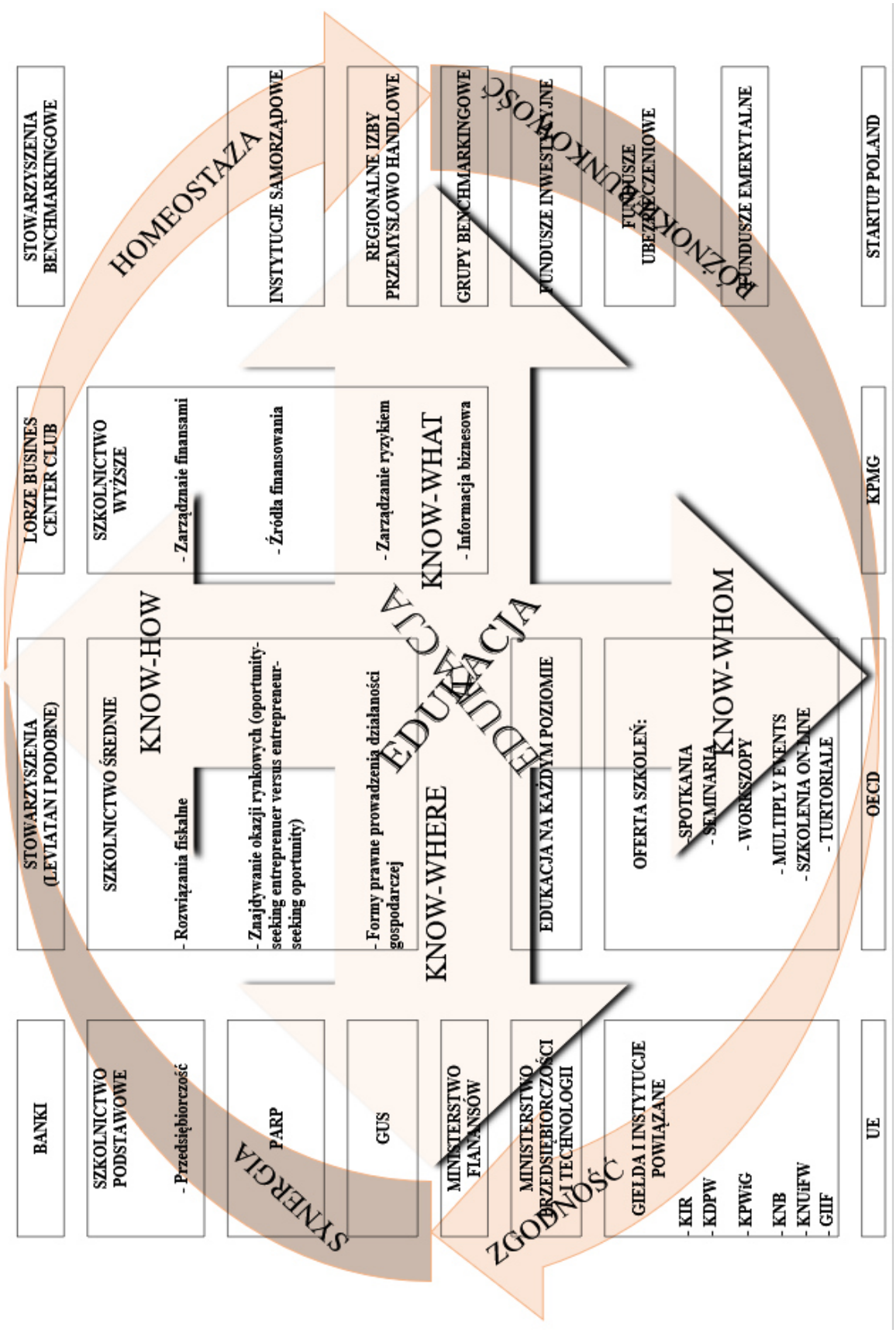
Finansowanie zewnętrzne		Test Levene'a		Test t równości średnich						
		F	Istotność	t	df	Istotność (dwustronna)	Różnica średnich	Błąd standardowy różnicy	95% przedział Dolna granica	95% przedział Górna granica
Privat Equity	Założono równość wariancji	9.343	0.003	2.102	144	0.037	134.111	63.789	8.028	260.194
	Nie założono równości wariancji			1.599	38.726	0.118	134.111	83.881	-35.593	303.815

a. Przedsiębiorcy B
Źródło: badania własne

Wyniki badań wykazały istnienie zależności stochastycznej, zatem można stwierdzić, iż przedsiębiorcy, którzy korzystali z finansowania zewnętrznego, są skłonni płacić więcej za szkolenia zarówno z zakresu giełdy, jak i funduszy private equity. Podobnej korelacji w zakresie środków publicznych i bankowości nie stwierdzono.

Poszczególne wnioski zawarte w dysertacji, kreują możliwe rekomendacje, które mogą być wykorzystane przez poszczególnych interesariuszy procesu inwestowania w programy pivate equity i instytucji wspierających szkolenia w zakresie wiedzy o rynku kapitałowym. Konstrukcja przeprowadzonych badań pozwala również na wskazanie możliwych kierunków dla edukacji i szkolnictwa – szczególnie wyższego. Na ich podstawie można zbudować schemat organizacji powiązanych, które w synergicznym działaniu, mogłyby wykreować model współczesnego mikro, małego i średniego przedsiębiorcy w gospodarce polskiej, który dzięki zapewnieniu odpowiedniego programu w zakresie edukacji, mógłby zwiększyć efektywność przedsiębiorczości. Kształtowanie postrzegania rozwiązań rynku kapitałowego - jako potencjalnego i każdorazowo rozważanego źródła możliwego pozyskania kapitału na rozwój - powinno stanowić nieodłączny element procesów zarządczych mikro, małych i średnich podmiotów gospodarczych.

Przeprowadzone w ten sposób wnioskowanie prowadzi to kreacji możliwych zależności pomiędzy instytucjami państwowymi a komercyjnym otoczeniem gospodarczym, których działalność skupia się na kwalifikacjach i kompetencjach pracowników oraz pracodawców, a także na dostępie do bieżących informacji o zmianach prawno–administracyjnych, regulacyjnych i przykładach dobrych praktyk z krajów o wyższym stopniu rozwoju, wspomagających efektywne zarządzanie przedsiębiorstwami poprzez prowadzenie w sposób synergiczny szkoleń na każdym etapie rozwoju przedsiębiorców i przedsiębiorstw (rysunek 4.1).

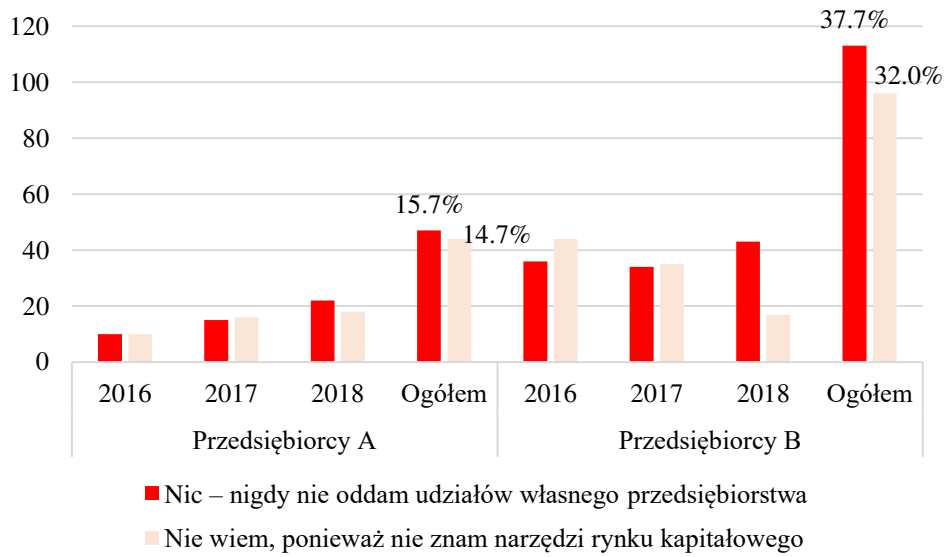


Rysunek 4.1 Schemat organizacji powiązanych podnoszących poziom wiedzy o instrumentach rynku kapitałowego

Źródło: badania własne

Wyniki badań w sposób jednoznaczny wykazały, iż 96.3% respondentów uważa za potrzebne szersze i bardziej powszechne udostępnienie wiedzy o instrumentach i możliwościach rynku kapitałowego. Wśród nich 94.5% to przedsiębiorcy A, a 97.6% przedsiębiorcy B. Jednocześnie, 37.5% z nich nie chce korzystać z możliwości poszerzania wiedzy, za pośrednictwem workshopów, kursów specjalistycznych i szkoleń organizowanych przez instytucje państwowe (odpowiednio: 31.9% przedsiębiorców A i 34.4% przedsiębiorców B).

Liczba odpowiedzi, która została uzyskana w wyniku badania, dowodzi braku zaufania do instytucji państwowych - 1/3 przedsiębiorców - co świadczyć może o niskim poziomie kapitału społecznego zarówno wśród ankietowanych A jak i B. Ważnym w tym aspekcie są również statystyki dotyczące postaw przedsiębiorców wobec samej inicjatywy wykorzystywania instrumentów runku kapitałowego. Generalnie 53.3% przedsiębiorców nie rozważa, jakiejkolwiek formy wsparcia finansowania zewnętrznego, która zagrażałoby ich statusowi jednowładzy (51.6% wśród przedsiębiorców A i 54.1% pomiędzy przedsiębiorcami B, co stanowi odpowiednio A: 15.7% i B: 37.7% całej badanej populacji) (wykres 4.11).



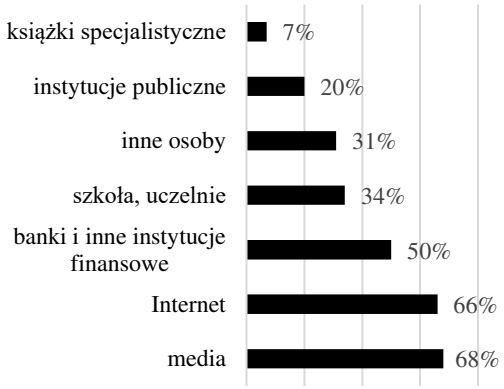
Wykres 4.11. Postawa przedsiębiorców wobec wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego

Źródło: badania własne

Można zatem wnioskować, iż gotowość osób współpracujących z rynkiem kapitałowym, funduszami private equity czy programami business angels, do rozwoju i umiejętności dzielenia władzy zarządczej we własnym przedsiębiorstwie jest wyższa niż pozostałych przedsiębiorców. Istotną z tego punktu widzenia jest również informacja o braku

znajomości oferty rynku kapitałowego (48.4% odpowiednio wśród przedsiębiorców: A i B:45.9%, co stanowi odpowiednio A: 14.7% i B: 32.0% całej badanej populacji), potwierdzająca tezę o konieczności budowania systemów wspierających edukację w zakresie wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego przez mikro, małych i średnich przedsiębiorców w Polsce.

Niedostatek wiedzy o rynku finansowym przedsiębiorców jest również wypadkową niedostatku ogólnej wiedzy w zakresie finansów występującego w społeczeństwie polskim (wykres 4.12 i 4.13).



Wykres 4.12 Źródła wiedzy o finansach i ekonomii [w%]

Wykres 4. 13 Jakiej wiedzy brakuje Polakom [w%]

Źródło: WIB, Fundacja GPW, indicator, oprac. a.b., za Rzeczpospolita nr 74 (11317), 2019

Zgodnie z prezentowanymi wynikami badań, 49% ankietowanych określa swoją wiedzę finansową, jako raczej małą i bardzo małą, natomiast zaledwie 9% jako raczej dużą i bardzo dużą. Respondenci wskazali na szczególny niedostatek wiedzy w zakresie cyberbezpieczeństwa (65%) oraz gospodarowania kapitałem (kredyty i pożyczki 44%, oszczędzanie 34%) oraz finansów publicznych (34%). Głównymi źródłami ich wiedzy z obszaru finansów i ekonomii są zasadniczo media (68%) i Internet (65%), co potwierdza niski poziom wiedzy nawet w zakresie pozyskiwania informacji o instrumentach finansowych, a co wykazały również wyniki badań własnych, prezentowanych w dysertacji.

Zakończenie

Zagadnienie wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego w zarządzaniu finansami mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce, należy rozpatrywać uwzględniając ich szczególne znaczenie w gospodarce, bariery rozwoju, a także słabą kondycję finansową i trudności w budowaniu pozycji konkurencyjnej opartej na innowacjach. Z tego punktu widzenia istotnym jest, iż przedsiębiorstwa tej wielkości odgrywają zasadnicze znaczenie we współczesnej gospodarce rynkowej, wytwarzając 50% polskiego PKB i zatrudniając 2/3 pracujących w przedsiębiorstwach ogółem. 90% firm sklasyfikowanych jako mikro, mali lub średni przedsiębiorcy, nadal prowadzi działalność gospodarczą jako osoby fizyczne, tylko 10% z nich to osoby prawne i jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej. Przyrost MSP jest wprost proporcjonalny do ich wielkości, najwięcej przybywa bowiem mikrofirm, następnie przedsiębiorstw małych i średnich, natomiast przedsiębiorstw dużych ubywa.

Ekspansja gospodarcza przedsiębiorstw powiązana jest z problem pozyskiwania finansowania. Przedsiębiorstwom z sektora MSP zawsze towarzyszy dyskryminacja kredytowa, a także ograniczenia wynikające z postaw osób zarządzających, którymi w przeważającej liczbie przypadków są sami właściciele. Dominująca pozycja właściciela w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach oraz niekiedy ich ograniczone kwalifikacje i kompetencje, składają się na zespół barier przedsiębiorstw tej wielkości, które w konsekwencji wyznaczają strategie zarządzania ich finansami – a najczęściej brak strategii - zwłaszcza w zakresie możliwości wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego.

Przyczyn słabej kondycji mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, powinno upatrywać się w kilku obszarach. Po pierwsze, nie wywierają one wpływu na takie parametry rynku, jak popyt i cena. Po drugie, działalność ich cechuje również brak dostępu do efektów skali produkcji i zbytu. Po trzecie, ograniczona wielkość kapitału własnego skutkuje niższą wiarygodnością kredytową i pogorszeniem ich pozycji w ubieganiu się o kapitał obcy, zwłaszcza kredyt bankowy. Po czwarte, dodatkowe trudności dotyczą przedsiębiorstw nowo zakładanych, nieposiadających wystarczającej historii kredytowej, a planujących podjęcie wysiłku zbudowania swojej pozycji na konkurencyjnym rynku w oparciu o kredyt bankowy. Po piąte, doświadczenie i wiedza wypracowane przez działania o synergicznym charakterze, służące dalszemu rozwojowi gospodarki opartej na wiedzy, której rozwiązania private equity i rynku kapitałowego stanowią integralną część - bez względu bowiem na wielkość, strukturę czy branżę, w której przedsiębiorstwa działają, aby istnieć potrzebują efektywnego źródła

finansowania. Po szóste, działalność mikro, małych i średnich przedsiębiorstw podporządkowana jest budowaniu i utrzymaniu ich pozycji rynkowej, dlatego muszą one sprostać między innymi: niedokapitalizowaniu, internacjonalizacji i globalizacji, presji konkurencyjnych rynków, sieci i łańcuchów dostaw, a także ograniczeniu w dostępie do badań i innowacji. Jednakże towarzysząca im postawa: „po pierwsze przetrwać", pozwala im skutecznie utrzymać się na rynku, a także elastycznie dostosować się do nieustannie zmieniających się reguł rynkowych we wszystkich aspektach: gospodarczych, społecznych i prawnych. Przedsiębiorstwa tej wielkości są bowiem - dzięki płaskim strukturom zarządczym - o wiele bardziej zwinne niż duże przedsiębiorstwa. Po siódme, istotnym dylematem w zarządzaniu w mikro, małych i średnich przedsiębiorstw jest przywiązanie właścicieli do firm oaz ich niechęć do dopuszczania osób trzecich do procesów zarządczych i partycypowania odpowiedzialności przedsiębiorczej. Wartość majątku trwałego przedsiębiorstw jest jednocześnie wartością majątku właściciela i stanowi podstawę jego zabezpieczenia. Związek pomiędzy wartością majątku trwałego a poziomem zadłużenia w małych i średnich przedsiębiorstwach jest słaby i jeśli można już o nim mówić, to tylko w odniesieniu do zadłużenia krótkoterminowego, co potwierdza teorię o preferencji właścicieli firm do podejmowania krótkotrwałych zobowiązań finansowych.

Prezentowane w pracy wyniki badań własnych stanowią próbę zbadania zmian zachodzących wśród przedsiębiorców w postrzeganiu możliwości oferowanych przez instytucje rynku kapitałowego, jako potencjalnego źródła pozyskiwania finansowania ich przedsiębiorstw oraz posiadanej przez nich wiedzy w tym zakresie, determinującej kształtowanie strategii finansowych przedsiębiorstw, a także próba określenia trendów i zachodzących tendencji wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego w zarządzaniu finansami mikro, małych i średnich przedsiębiorstw.

Możliwości wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego, w aspekcie możliwości skutecznego pozyskiwania źródeł finansowania, wyznacza struktura przedsiębiorstw, a także ich forma prawna. Najważniejszymi kryteriami determinującymi wybór tożsamości prawnej nowego przedsiębiorstwa są: (1) kapitał początkowy, (2) wymagania legislacyjne oraz (3) forma prowadzenia księgowości. Do najczęściej wybieranych form prawnych należy działalność gospodarcza. Istnieją jednak możliwe inne tożsamości prawne takie jak: spółka cywilna oraz spółki prawa handlowego osobowe: spółka jawna, spółka partnerska, spółka komandytowa i spółka komandytowo-akcyjna oraz spółki kapitałowe: spółka z ograniczoną odpowiedzialnością i spółka akcyjna. Ze względu na problematykę

dysertacji ważnym jest, iż w Polsce publiczną emisję akcji mogą prowadzić tylko spółki akcyjne i komandytowo-akcyjne. Osoby fizyczne mają znacznie bardziej ograniczone możliwości pozyskiwania kapitału na rozwój, niż osoby prawne, których liczba w Polsce jest o wiele mniejsza.

Wyniki badań własnych wykazały, iż opisywane w literaturze przedmiotu zjawisko ograniczonego dostępu mikro, małych i średnich przedsiębiorstw do rynku kapitałowego i wykorzystywania przez nie nowych możliwości w mniejszym zakresie, wyznaczają coraz bardziej ograniczone postrzeganie szans rynkowych, do których należy pozyskiwanie kapitału na rozwój za pośrednictwem rynku kapitałowego. Istotnych czynników prowadzenia ograniczonej polityki dywersyfikacji źródeł finansowania przez przedsiębiorstwa tej wielkości, umożliwiających skuteczne pozyskiwanie kapitału na rozwój poprzez wykorzystywanie instrumentów rynku kapitałowego, można dopatrywać się - jak już podkreślono - również w kwalifikacjach i kompetencjach osób, będących decydentami - w przypadku MSP najczęściej właścicielami. Ze względu na ograniczone możliwości kadrowe, MSP powinny wspierać się na systemach doradztwa i podnoszenia kwalifikacji w trybie ciągłym, pozwalającym na utrzymanie konkurencyjności na zadawalającym poziomie. Doradztwo to powinno uwzględniać również wybór prawnej struktury prowadzonej aktywności ekonomicznej, zwłaszcza przy założeniach prowadzenia działalności międzynarodowej czy globalnej.

Polski rynek kapitałowy od ponownej reaktywacji był przede wszystkim doskonałym narzędziem dużych prywatyzacji, jednakże jego priorytetowym celem działalności powinno być pozyskiwanie nowych, prywatnych emitentów. Mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa zaczęły być postrzegane w aspekcie potencjału innowacyjności, w której GPW dostrzega atrakcyjne możliwości finansowania za swoim pośrednictwem. Stąd antynomia działań gospodarczych pobudzających zainteresowanie giełdą wydaje się być obligatoryjna. Element zmiany jawi się jako konieczność, która powinna być wdrażana dwutorowo, angażując zarówno przedsiębiorców, jak i instytucje finansowe, tworząc instrumenty ułatwiające dostęp do wiedzy i zrozumienia działania mechanizmu rynku kapitałowego, który powinien być narzędziem zarówno rozpoznawalnym, jak i rozważanym przez małych i średnich przedsiębiorców poszukujących efektywnych źródeł finansowania. Należy podkreślić, iż przesunięcie zaangażowania finansowego poprzez dywersyfikację portfeli przedsiębiorstw przyczyniłoby się do rozwoju gospodarki, weryfikując jednocześnie pozycję rynku pieniężnego i działania banków, będących jego główną instytucją finansową.

Wyniki analiz statystycznych w sposób jednoznaczny wykazały, jak ważnym jest czynnik przetrwania przedsiębiorstw, aby mogły one w pełni korzystać z rynku kapitałowego, szczególnie z pierwszej oferty publicznej. Zatem wiek przedsiębiorstwa, uwiarygadnia jego wartość i zdolności kadry zarządzającej, będąc jednocześnie jednym z elementów koniecznych do spełnienia, aby móc pretendować do statusu umożliwiającego współpracę z giełdą i pozyskania kapitału na rozwój za jej pośrednictwem.

Faza życia przedsiębiorstwa wyznacza granice pozyskania kapitału na rozwój za pośrednictwem giełdy, korzystając z rynku publicznego, w formie pierwszej oferty publicznej (IPO), oznaczającego pierwszą emisję akcji przedsiębiorstwa. Status spółki giełdowej zwiększa wiarygodność przedsiębiorstwa, a przez co i jego konkurencyjność rynkową. Pierwsza oferta publiczna daje możliwości pozyskiwania kapitału poprzez dostęp do inwestorów, którymi mogą być zarówno indywidualne jednostki, jak i wszelkiego rodzaju fundusze.

Brak znajomości zasad i wysokość kosztów pozyskania kapitału za pośrednictwem giełdy, skutecznie zniechęcają do wyboru tej opcji w momencie zaistnienia niedoborów finansowych w przedsiębiorstwach poszukujących dofinasowania. Jednakże, im wyższa wartość kapitalizacji, tym udział kosztów jest mniejszy, ponieważ część kosztów w przypadku pubicznej emisji akcji jest wspólna i dla większości przedsiębiorstw taka sama (opracowanie prospektu emisyjnego, doradztwo finansowe i prawne, koszt promocji oferty oraz - w przypadku zawarcia umowy o subemisję - wynagrodzenie subemitenta).

Rynek kapitałowy, którego główną instytucją jest giełda, w Polsce Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), można podzielić na dwa główne segmenty: rynek regulowany i alternatywny system obrotu (ASO). GPW obejmuje przede wszystkim dwa systemy rynkowe: rynek podstawowy i rynek równoległy, a w ramach alternatywnego systemu obrotu - platformę NewConnect. ASO stanowi symplifikację formy pozyskania kapitału na rozwój w relacji z rynkiem głównym, szczególnie w zakresie wymogów rynku regulowanego i jest dedykowany małym i średnim przedsiębiorcom, działającym w sektorze nowych technologii, mediów elektronicznych, biotechnologii, źródeł energii alternatywnej, itp., których działalność oparta jest głównie na aktywach niematerialnych. Praktyka notowań NewConnect dowodzi jednak, iż nie jest to warunek konieczny umożliwiający debiut, ponieważ dopuszczane do obrotu są firmy z innych sektorów, zainteresowane pozyskaniem źródła finansowania za pośrednictwem giełdy, które nie spełniają wszystkich wymogów rynku podstawowego, a ich wycena ekspercka jest perspektywiczna. Bardziej dogodne warunki w postaci emisji prywatnej,

brak wymogu sporządzenia prospektu emisyjnego, skrócony czas historii finansowej sprawiły, iż rynek ten stał się atrakcyjną formą finansowania mniejszych podmiotów gospodarczych.

Z punktu widzenia przeprowadzonych rozważań, ważnym jest posiadanie wiedzy i kompetencji, umożliwiających konfekcjonowanie kompletnych informacji o możliwościach, jakie proponuje w zakresie finansowania współczesny rynek finansowy. Wyniki badań własnych wskazały na nikłą rozpoznawalność samych pojęć takich jak: seed, venture capital, balanced found, growth capital, buyout, mezzaninie, private equity czy IPO. Jedynym zauważanym wśród opisanych w dysertacji możliwości był start-upy (53% respondentów znało tą nazwę), wśród których zaledwie 5% potrafiło opisać na czym ta forma finansowania polega. Jednocześnie rozpoznawalność instrumentów rynku pieniężnego była zdecydowanie wyższa.

Pojawia się zatem problem zasadności podejmowanych decyzji dotyczących wyboru źródeł finansowania przedsiębiorczości, wśród których alternatywne metody finansowania są rzadko wykorzystywane przez mikro, małych i średnich przedsiębiorców. Przeprowadzone badania własne wykazały, iż ich świadomość odnośnie możliwości pozyskiwania funduszy na rozwój za pośrednictwem rynku kapitałowego, nie jest na tyle wysoka, aby podejmowali oni racjonalne decyzje biznesowe w zakresie dywersyfikacji portfela finansowego.

Przyczyn niekorzystania z instrumentów rynku kapitałowego przez mikro, małe i średnie przedsiębiorstw w Polsce jest wiele i można ich również upatrywać w czynnikach i barierach braku wprowadzania innowacji do własnych przedsiębiorstw. Badania prezentowane w dysertacji wykazały, iż ze względu na bardzo duży odsetek przedsiębiorstw, które nie podejmują działań innowacyjnych (80% firm z branży przemysłowej i 85% z branży usługowej), można mówić o ogólnym występowaniu w Polsce zjawiska „podmiotów nieaktywnych innowacyjnie". Zdecydowana większość przedsiębiorstw, bez względu na reprezentowaną branżę nie widzi powodu do wdrażania innowacji ani produktów, ani procesów.

Innowacyjność przedsiębiorstw w Polsce – a raczej jej niski poziom – przekłada się na stopień wykorzystywania oferty rynku kapitałowego, szczególnie w formie alternatywnego systemu obrotu, dedykowanego głównie młodym, innowacyjnym przedsiębiorstwom, które już teraz potrafią dostrzec szanse i potrzeby rozwijającego się rynku światowego. Najczęściej wskazywaną przyczyną braku wdrażania innowacji przez przedsiębiorców są zbyt wysokie koszty innowacji (szczególnie w przemyśle). Kolejną stanowi zasadniczo mentalność małego przedsiębiorcy, bowiem jako kolejny powód został wskazany brak wystarczających źródeł wewnętrznych – kapitału własnego. Trzecią barierę stanowią trudności w pozyskiwaniu

grantów lub subwencji dedykowanych innowacyjnemu rozwojowi. Ważnym jest wskazany przez respondentów aspekt odczuwania regulacji prawnych, które zbyt często zmieniają się w Polsce, wprowadzając element niepewności i dodatkowe obciążenia. Zwiększa się w tym momencie ryzyko prowadzenia biznesu każdej wielkości, co zostało zauważone przez agencje ratingowe. Barierę stanowi również źródło finansowania, z konkretnym wskazaniem na fundusze private equity, co oznacza dostrzeżenie przez MSP możliwości, jakie niosą takie rozwiązania i brak konsekwencji w ich wdrażaniu.

Prawidłowo i efektywnie działający rynek kapitałowy stanowi jeden z podstawowych filarów gospodarczych. Mobilizuje kapitał, poprzez transformację oszczędności w inwestycje i umożliwia odpowiednią jego alokację. Przez właściwe zdefiniowanie potrzeb finansowych i ukierunkowanie przepływów środków kapitałowych do chłonnych inwestycyjnie sektorów gospodarki, daje sposobność wyceny kapitału i ryzyka, umożliwia rynkową ocenę wartości spółki i określenie zagrożeń związanych z jej działalnością. Wszystko to prowadzi do wzrostu przejrzystości obrotu gospodarczego, zwiększenia jego elastyczności i innowacyjności.

Instrumenty rynku kapitałowego będące alternatywnymi źródłami finansowania posiadają wiele wartości dodanych, które nie są powszechnie stosowane, a czasami nawet są poza zasięgiem mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Zdobywanie doświadczenia i dążenie do doskonałości jest jednym ze stałych elementów zapewniających wzrost jednostkom gospodarczym na rynku. Czy wiedza ta będzie pozyskiwana bezpośrednio przez zarządzających na drodze zdobywania własnego doświadczenia, czy za pośrednictwem forów, benchmarkingu, business angels lub private equitu stanowi jedną z decyzji, którą ze względu na ważkość zagadnienia, zdecydowanie można nazwać strategiczną. Warto zwrócić zatem uwagę na to, jak procesy finansowania wzrostu przebiegały w przedsiębiorstwach o rozpoznawalnym dzisiaj na rynku globalnym logo, takim jak Apple, Hewlett Packard, Facebook, Google czy Uber. Wówczas forma venture capital i samych start-upów nabiera nowego znaczenia, stając się realną możliwością osiągnięcia sukcesu finansowego poprzez wykorzystanie instrumentów rynku kapitałowego.

Pojawiające się nowe, bardzo konkurencyjne rozwiązania na rynkach finansowych doprowadziły do sytuacji, w której na giełdach notowane są instrumenty finansowe należące do różnych segmentów rynku i to nie tylko kapitałowego, ale generalnie finansowego. Stworzona przez domy maklerskie, giełdę i systemy rozliczeń odpowiednia infrastruktura oferuje coraz szersze możliwości działania. Na rynkach pozagiełdowych może być prowadzony obrót instrumentami notowanymi na rynku giełdowym, a na rynku regulowanym mogą być

notowane instrumenty nieobjęte regulacjami rynku kapitałowego. Możliwości oferowane przez MTF-y dostarczają kolejnych propozycji rozwoju alternatywnych platform obrotu akcjami. Wiele z tych pojęć może być jednak trudne i skomplikowane dla potencjalnych inwestorów tym bardziej, iż w precyzyjnie upublicznianych informacjach występują elementy analizy matematycznej i wiele szczegółowych uwarunkowań prawnym. Powoduje to w konsekwencji jeszcze większą alienację rynku, który powinien przyczyniać się do wzrostu przejrzystości obrotu gospodarczego. Dodatkowo, banki charakteryzując się wyższą płynnością (środkami własnymi zgromadzonymi na kontach depozytowych można dysponować bez ograniczeń) oraz różnorodnością oferowanych produktów (karty kredytowe, fundusze inwestycyjne, lokaty, ubezpieczenia, itp.), stale podnoszą atrakcyjność depozytów bankowych. Skala ich obecności, poprzez liczne reklamy ATL i BTL, jest nieporównywalna z propagowaniem giełdy i instrumentów finansowych nią rządzących, w którejkolwiek formie przekazu docierającego powszechnie do potencjalnego inwestora.

Mimo rosnącej popularyzacji instrumentów rynku kapitałowego, nadal wśród właścicieli przedsiębiorstw preferowane są klasyczne instrumenty funkcjonujące na rynku pieniężnym, oferowane przez sektor bankowy. Właściwe zrozumienie zasad funkcjonowania rynku kapitałowego mogłoby wpłynąć na portfel przeciętnego polskiego przedsiębiorcy, który rozważając GPW, jako potencjalne źródło finansowania, oferujące możliwość pozyskania kapitału na rozwój zarówno poprzez pierwszą ofertę publiczną (IPO), jak i przez rynki NewConnect oraz Catalyst osiągnąłby dywersyfikację portfela finansowego. Istotne z tego punku widzenia są także fundusze private equity i business angels, które nie pozbawiają prawa własności do przedsiębiorstwa. Wskazane rozwiązania finansowe, zapewniają przedsiębiorstwom i inwestorom wiarygodną możliwość pozyskiwania zysków dużo większych niż bankowe, przy odpowiedniej gotowości i zaangażowaniu do podniesienia kwalifikacji i kompetencji w obszarze zagadnień związanych z rynkiem kapitałowym i funduszami private equity, zwracając uwagę również na wartość dodaną, którą jest status spółki publicznej zwiększający wiarygodności i transparentności przedsiębiorstw.

Prezentowane, teoretyczne podejście do zagadnień wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach skonfrontowano z wynikami badań własnych przeprowadzonych wśród przedsiębiorców i aktywnych zawodowo studentów w Wielkopolsce w latach 2016-2018. Wykazały one złożoność problematyki, brak edukacji i elementów strategicznego zarządzania finansowego, związanych z kolejnymi etapami rozwoju przedsiębiorstw. Brak rozwoju kadry średniego szczebla, występowanie

zagrożeń związanych z sukcesją, powodują brak postrzegania funduszy private equity i giełdy, jako szans na efektywną współpracę i rozwój. Wyniki badań własnych umożliwiły weryfikację przyjętych hipotez dotyczących mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w zakresie wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego. Pozytywnie zostały zweryfikowane hipotezy o:

- wpływie cechy przedsiębiorcy, takiej jak profil wykształcenia na zdolność odróżniania instrumentów rynku kapitałowego od pieniężnego
- korzystaniu z usług bankowych on-line, którym towarzyszy wzrost umiejętności przedsiębiorców w poszukiwaniu informacji w Internecie na temat rynku kapitałowego
- związku między wrażliwością mikroprzedsiębiorstw na bariery funkcjonowania a zakresem wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego
- wzroście gotowości podniesienia kwalifikacji i wiedzy na temat rozwiązań rynku kapitałowego wraz z wiekiem przedsiębiorcy, którzy nie korzystali z rozwiązań rynku kapitałowego
- wpływie cech przedsiębiorstwa, takich jak wiek przedsiębiorstwa i zasięg rynku zbytu na zdolność odróżniania instrumentów rynku kapitałowego od pieniężnego
- zależności pomiędzy wzrostem wielkości przedsiębiorstwa a wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego.

Zatem zostały potwierdzone hipotezy:

H1PROFIL WYKSZTAŁCENIA PRZEDSIĘBIORCÓW B: Cecha przedsiębiorcy: profil wykształcenia respondenta wyznacza poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego

H2PRZEDSIĘBIORSTWA A W ZAKRESIE BANKOWOŚCI ON-LINE: Wzrostowi digitalizacji mikro, małych i średnich przedsiębiorstw towarzyszy wzrost umiejętności przedsiębiorców w poszukiwania informacji w Internecie na temat wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego

H3': Wrażliwość mikroprzedsiębiorstw na bariery funkcjonowania wpływa na zakres wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego

H5PRZEDSIĘBIORCY B: Gotowość podniesienia kwalifikacji i wiedzy na temat rozwiązań rynku kapitałowego rośnie z wiekiem przedsiębiorcy

H6WIEK PRZESIĘBIORSTWA A: Cecha przedsiębiorstwa: jego wiek wyznacza poziom wiedzy pozwalający odróżniać instrumenty rynku kapitałowego od pieniężnego

H6ZASIĘG RYNKU ZBYTU PRZEDSIĘBIORSTW B: W miarę wzrostu zasięgu rynku zbytu mikro, małych i średnich przedsiębiorstw rośnie wykorzystywanie przez nie instrumentów rynku kapitałowego

H7: Istnieje zależność pomiędzy wzrostem mikro, małych i średnich przedsiębiorstw a wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego.

Z kolei zgodnie z zasadą przeprowadzania testów stochastycznych w zakresie niezależności, uzyskane wyniki niebędące statystycznie istotne, nie są jednoznaczne ze stwierdzeniem, iż hipoteza w zakresie niezależności nie jest prawdziwa, a oznaczają jedynie, że nie ma w danym momencie wystarczająco silnych dowodów, aby ją odrzucić. Innymi słowy oznacza to, iż zakładana niezależność pomiędzy badanymi danymi nie wystąpiła. Nie można zatem odrzucić prawidłowości istnienia następujących hipotez o:

- wpływie cech przedsiębiorcy: płci, wieku i poziomie wykształcenia na zdolność odróżniania instrumentów rynku kapitałowego i pieniężnego
- relacji między wzrostem digitalizacji a wzrostem umiejętności przedsiębiorców do poszukiwania informacji w Internecie związanych z wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego
- relacji między wrażliwością przedsiębiorców na bariery funkcjonowania, a wzrostem zakresu wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego
- korzystaniu z instrumentów rynku kapitałowego przez przedsiębiorców angażujących na starcie więcej kapitału obcego; zauważono natomiast zależność w odwrotnym kierunku, a zatem przewaga kapitału własnego na starcie determinuje częstsze korzystanie z oferty rynku kapitałowego
- rosnącej wraz z wiekiem przedsiębiorcy gotowości do podniesienia kwalifikacji i wiedzy na temat rynku kapitałowego
- wpływie cech przedsiębiorstwa: wielkości i branży na zdolność odróżniania instrumentów rynku kapitałowego od pieniężnego
- wzrostem internacjonalizacji przedsiębiorstw a wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego.

Wyniki badań własnych dotyczące mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, przeprowadzonych w regionie Wielkopolski mogą stanowić punkt wyjścia do sformułowania przesłanek pozwalających na generalizację o charakterze ogólnopolskim. Wskazują one na ograniczoną świadomość przedsiębiorców co do możliwości stwarzanych przez rynek kapitałowy i w niewielkim stopniu wykorzystujących instrumenty tego rynku, wyznaczając w konsekwencji granice ekspansji gospodarczej na konkurencyjnym i turbulentnym rynku każdej wielkości. Pojawia się zatem potrzeba budowania świadomości przedsiębiorców co do problemu utraconych szans, tak ich przedsiębiorstw, jak i w konsekwencji całej gospodarki.

Biorąc dodatkowo pod uwagę wyniki badań przeprowadzonych wśród wszystkich respondentów reprezentujących zarówno przedsiębiorców, jak i aktywnych zawodowo studentów, problem funkcjonowania we współczesnych realiach gospodarczych, zwłaszcza w zakresie możliwości oferowanych przez mało upowszechnione instrumenty rynku kapitałowego, staje się szczególnie istotny. Oznacza on bowiem, iż nawet wśród gospodarczo aktywnej części społeczeństwa - zarówno aktywnej zawodowo, jak i gospodarczo - stopień wiedzy w tym obszarze jest nadal niewystarczający. Niska świadomość społeczeństwa, wiąże się również z potrzebą formułowania określonych celów polityki społeczno-gospodarczej państwa. Niezbędnym zatem jest opracowanie i wdrożenie rozwiązań systemowych upowszechniających zakres wiedzy w tym obszarze, zwłaszcza poprzez szkolenia, praktyki, warsztaty zarówno dla mikro, małych i średnich przedsiębiorców, jak i pozostałych grup społecznych aktywnie uczestniczących w zróżnicowanym zakresie w realiach gospodarki rynkowej w Polsce.

Bibliografia

Abdou, K., & Dicle, M. F. (2007). Do risk factors matter in the IPO valuation? *Journal of Financial Regulation and Compliance, 15*(1), 63-89

Acharya, VV (Acharya, Viral V.); Almeida, H (Almeida, Heitor); Baker, M (Baker, Malcolm). (2015). Introduction: New perspectives on corporate capital structures. Journal of Financial Economics 118(3): 551-552, http://dx.doi.org/ 10.1016/j.jfineco.2015.06.010

Aczel, A. (2000). Statystyka w zarządzaniu. Warszawa: PWN

Adamczyk, C. (2014). Nowych emisji jak na lekarstwo. Retrived from: http://www.ekonomia.rp.pl (16.05.201)

Adaskowa D., (2014). International relations 2014: *Contemporary issues of world economics and politics*, 15 International Scientific Conference on International Relations - Contemporary issues of world economics and politics, 278-288

Agostino, M., La Rocca, M., La Rocca, T., & Trivieri, F. (2009). Local financial development and SMEs capital structure. An empirical investigation. *Working Papers* Series, May 8, 1-29

Aggarwal, R. (1981). International differences in capital structure norms: An empirical study of large european companies. *Management International Review*, (1), 75-88.

Ajami R.A., Bear M.M. (2007), Epilogue, (w:) Ajami R.A., Bear M.M. (eds.), Th e global enterprise. Entrepreneurship and value creation, International Business Press, New York, London, Oxford

Altinay, L., & Brookees, M., & Madanoglu, M., & Aktas, G. (2014). Franchisees' trust in and satisfaction with franchisepartnerships. *Journal of Business Research, 67,* 722–728. doi: http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.11.034

Andersson Th., Curley M.G., Formica P. (2010). *Knowledge-Driven Entrepreneurship*. New York (NY): Springer. DOI: 10.1007/978-1-4419-1188-9. WOS:000273323300016

Andrzejczyk, D. (2010). *Przedsiębiorczość małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce – ujęcie regionalne.* Roczniki Ekonomiczne Kujawsko – Pomorskiej Szkoły Wyższej w Bydgoszczy Nr 3. Bydgoszcz

Anokhin, S., Peck, S., Wincent, J. (2016). Corporate venture capital: The role of governance factors. *Journal of Business Research 69 (2016),* p. 4744-4749. http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.04.024

Anuar, H., & Chin, O. (2016). The development of debt to equity ratio in capital structure model: A case of micro franchising. *Procedia Economics and Finance, 35,* 274–280. doi:10.1016/S22125671(16)00034-4.

Audretsch D.B., Thurik A.R. (2000a). Capitalism and Democracy in 21 st Century: From the Managed to Entepreneurial Economy. *Journal of Evolutionary Economics, vo. 10. No 1-2, pp17-34.* Springer. https://personal.eur.nl/thurik/Research/Articles/Capitalism%20and%20democracy%20in%20the%2021st%20century,%20from%20the%20managed%20to%20the%20entrepreneurial%20economy.pdf

Audretsch, D. B., Thurik, R. (2000b). What's New About the New Economy? Sources of Growth in the Managed and Entrepreneurial Economies (26 2000, 10). ERIM Report Series Reference No. ERS-2000-45-STR. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=370844

Baranowska-Skimina, A. (2012). Sektor MSP a finansowanie innowacji. http://www.wiadomosci.egospodarka.pl/art/autor/Aleksandra-Baranowska-Skimina,370.html)

Baruk J. (2006), Zarządzanie wiedzą i innowacjami, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń

Batorski, J. (2004). Evaluation of conditions fostering creating knowledge in an enterprise [in:] Gasparski, W., Dąbrowski, J. (eds.) Creating knowledge-based economy. Infrastructure – Organizations – Individuals. Warsaw: Publishinghouse of Leon Koźmiński Academy of Entrepreneurship and Management

Bąk, M. (2009). *Zakres, prezentacja i znaczenie wartości niematerialnych w małej firmie, [w:]* A. Bielawska (red). *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro i małych przedsiębiorstw*, Mikrofirma 2009, Szczecin

Beck, U. (2006). Living in the world risk society. Economy and Society 35(3). 329-345. DOI:10.1086/689211

Becker, M.C., Cohendet, P., Llerena, P. (2007). Division of labor and division of knowledge: Why the nature of the casuality matters for the evolutionary theory of the firm [in:] Cantner, U., Malerba, F. (eds.) Innovation, Industrial Dynamics and Structural Transformation. Schumpeterian Legacies. Berlin, Heidelberg, New York: Springer

Bednarczyk, M. (2001). Organizacje publiczne. Zarządzanie konkurencyjnością, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN

Badrinarayana, V., & Suh, T., & Kim, K.M. (2016). Brand resonance in franchising relationships: A franchisee-based perspective. *Journal of Business Research, 69,* 3943–3950. doi:10.1016/j.jbusres.2016.06.005.

Bedyńska, S., Brzezicka, A. (2007). Statystyczny drogowskaz. Warszawa: Wydawnictwo Szkoły Wyższe Psychologii Społecznej Academica

Bellandi, M. (2001). Local Development and Embedded Large Firms, „Entrepreneurship and Regional Development", No. 3 (13), s. 189-210

Bell, K. & Vos, E. (2009). SME capital structure: The dominance of demand factors [in:] Andrzejczyk, D. (2010). *Przedsiębiorczość małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce – ujęcie regionalne.* Roczniki Ekonomiczne Kujawsko – Pomorskiej Szkoły Wyższej w Bydgoszczy Nr 3. Bydgoszcz *22nd Australasian Finance and Banking Conference*, 17 August. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1456725

Bembenek, B., Moszkowicz, K. (2008). Rozwój przedsiębiorstw poprzez Kooperację [w:] Herman, A., Poznańska, K. (red.) Przedsiębiorstwo wobec wyzwań globalnych, tom 1, Warszawa: SGH

Benavides-Velasco, C.A., Quintana-Garcia, C., Guzmán-Parra, V.F. (2013). *Trends in family business research*. Small business Economics, 40, pp. 41-57. DOI:10.1007/s11187-011-9362-3

Bera A. (2010), *Makroekonomiczna pozycja sektora mikro i małych przedsiębiorstw w Gospodarce* [w:] Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro i małych przedsiębiorstw. Zeszyty naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego – Ekonomiczne problemy usług nr 588 (51). s. 338

Bernstein (2007). *Capital Ideas Evolving*. New Jersey: Wiley Inc. Hoboken

Bielawska, A. (2011). *W kwestii pojęcia małe i średnie przedsiębiorstwa, [w:]* A. Bielawskia (red.).*Uwarunkowania rynkowe rozwoju. Ekonomiczne Problemy Usług nr.62, s. 264-272. http://bazhum.muzhp.pl/media//files/Ekonomiczne_Problemy_Uslug/Ekonomiczne_Problemy_Uslug-r2011-t-n62/Ekonomiczne_Problemy_Uslug-r2011-t-n62-s264-272/Ekonomiczne_Problemy_Uslug-r2011-t-n62-s264-272.pdf*

Bielawska, A. (2009). *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa.* s.38-59 Wydawnictwo: C.H. Beck

Bielawska, A. (2008). Sekurytyzacja jako forma alternatywnego finansowania małych i średnich przedsiębiorstw. Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa. Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro i małych przedsiębiorstw. Uniwersytet Szczeciński

Bielawska A. (2005), Wyjaśnienie trudności nowo powstających przedsiębiorstw w dostępie do kredytów jako przejaw realizacji teorii asymetrii informacji, w : *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro i małych przedsiębiorstw*, red. A.Bielawska, Uniwersytet Szczeciński

Bielawska, A. (2001). *Podstawy finansów przedsiębiorstw.* Szczecin: Wydawnictwo Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu

Bielawska, A. (1992). *Znaczenie małych firm dla rozwoju gospodarczego*. *Ekonomista nr 3*

Bielawska, A., Łukasik, G. (2014). Rzemiosło w społeczeństwie i gospodarce. Zeszyty Naukowe. Ekonomiczne Problemy Usług nr 111 Szczecin: Uniwersytet Szczeciński

Bielawska, A., Łukasik, G. (2013a). Eksport mikro i małych przedsiębiorstw szansą polskiej gospodarki. Zeszyty Naukowe. Ekonomiczne Problemy Usług nr 102 Szczecin: Uniwersytet Szczeciński

Bielawska, A., Łukasik, G. (2013b). Czynniki wyboru strategii finansowej małego przedsiębiorstwa w sytuacjach ryzykownych. Zeszyty Naukowe. Ekonomiczne problemy Usług nr 102 Szczecin: Uniwersytet Szczeciński

Bielawska, A. Pawałowski, M. (2014). Rozwój segmentu obligacji korporacyjnych w strukturze rynku Catalyst. w Rynek finansowy jako mechanizm alokacji zasobów w gospodarce (red. J.Czekaja, E. Miklaszewska) s. 27-40. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego

Bielawska, A., Pwałowski, M. (2008). Sekurytyzacja należności handlowych w procesie refinansowania aktywów maóych i średnich przedsiębiorstw. Finanse wobec sfery realnej gospodarki. Prace Naukowe Akademii Ekonomiczje w Katwicach, Tom, 2, s.53-62

Bień, W. (2008a). Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Wydanie VIII. Warszawa: Difin.

Bień, W. (2008b). Rynek papierów wartościowych. Warszawa: Difin

Blank, S., Dorf, B. (2012). The Startup Owner's Manual. The Step-by Step Guide for Building a Great Company. United States: K&S Ranch

Błaszczuk, D.J. (2013). Innowacyjność w sektorze MSP. Akademia Finansów i Biznesu Vistula 3 (37). S.15-38. Warszawa

Błaszczuk, D.J. (2012). Zarządzanie wiedzą w przedsiębiorstwach polskich w świetle teorii i badań empirycznych. Acta Universitatis Lodziensis, Folia Oeconomica, nr 268

Błaszczuk, D.J. (2010). Tworzenie wiedzy w korporacjach japońskich. Wnioski dla Polski. Zarządzanie Ryzykiem, nr 33

Błaszczuk, D.J. (2008). Zarządzanie ryzykiem w świetle teorii kierowania. Zarządzanie Ryzykiem, nr 26

Błaszczuk, D.J., Sawicz, B. (2010) Polityka regionalna Unii Europejskiej a proces konwergencji regionów Europy [w:] Bukowski, S.I. (red.) Globalizacja i integracja regionalna a wzrost gospodarczy. Warszawa: CeDeWu.pl

Bochniarz, Z., Sieńko, B. (2008). Globalization, Clustering and Innovations. Some Regional Aspects [in] Herman, A., Poznańska, K. (red.), Przedsiębiorstwo wobec wyzwań globalnych, tom 2. Warszawa: SGH

Bosma, N.S., Wennekers, S. and Amorós, J.E. (2012). Global Entrepreneurship Monitor 2011 Extended Global Report: Entrepreneurs and entrepreneurial employees across the globe, Babson Park, MA, US: Babson College, Santiago, Chile: Universidad del Desarollo, Kuala Lumpur, Malaysia: Universiti Tun Abdul Razak and London, UK: Global Entrepreneurship Research Association

Borkowski, A., Chełmoński (2009) Administracyjne prawo gospodarcze. Wrocław: Wydawnictwo Kolonia Limited

Borowiec, A. (2017). Innovative entrepreneuship in Poland against European countries. In; Proceedings of the 5th International Conference Innovation Management, Entrepreneurship and Suistainability (IMES 2017) s. 61-71

Borys, T., Rogala P. (red.) (2007). Zarządzanie jakością i środowiskiem jako determinanty doskonalenia organizacji. Wrocław: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu

Brealey R.A. (1999). Podstawy finansowania przedsiębiorstw. Warszawa: PWN

Brealey, R.A., Myers, A.C. (2003). Principles of Corporate Finance. Boston: McGraw&Hill

Brusoni, S., Sgalari, G. (2007). New combinations in old industries: The introduction of radical innovations in tire manufacturing [in] Cantner, U., Malerba, F. (eds.) Innovation, Industrial Dynamics and StructuralTransformation. Schumpeterian Legacies. Berlin, Heidelberg, New York: Springer

Busse, F.J. (1993). *Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft*. München–Wien: R. Oldenburg Verlag.

Cantillon, R. (1755). Essai Sur la Nature du Commerce en General. [in] translation H.Hoggins 1931. Macmillan: London

Cassar, G., Holmes, S., (2003). Capital Structure and Financing of SMEs*;* Australian Evidence. *Accounting and Finance Vol. 43. No. 2.* s. 123-147

Churchill N.C., Lewis V.L. (1983), The five Stages of Small Business Growth. *Harvard Business Review* Vol.63, No.3 https://hbr.org/1983/05/the-five-stages-of-small-business- growth

Colombo, M. G., Grilli, L. (2007). Young fi rm growth in high-tech sectors: The role of founders' human capital [in:] Cantner, U., Malerba, F. (eds.) *Innovation, Industrial Dynamics and Structural Transformation. Schumpeterian Legacies*. Berlin, Heidelberg, New York: Springer

Cooper, A.C. (1971). Technical entrepreneurship: What do we know? *R&D Management No. 3.* pp. 59-64

Cota, B., Erjavec, N., Zeljko, B. (2017). External imbalances in emerging and advanced European countries. Economic Research – Ekonomska Istrazivanja. Vol. 30. Issue 1. p. 1553-1571. DOI: 10.1080/1331677X.2017.1340179

Crick D., (2009). The internationalisation of born global and international new venture SMEs, International Marketing Review Vol. 26, Iss. 4/5

Crosby, P.B. (1995). Quality is still free. Making quality certain in uncertain times. New York: Mcgraw-hill

Crosby, P.B. (1979). Quality is free. The art of making quality certain. New York: Mcgrawhill

Czarnitzki, D. (2006). Research and development in small and medium-sized enterprises: The role of financial constraints and public funding. *Scottish Journal of Political Economy*, *53*(3), July, 335-357

D'Angelo, A., Majocchi, A., Buck, T. (2016). External managers, family ownership and the scope of SME internationalization. Journal of World Business, 51, pp. 534-547, DOI: 10.1016/j.jwb.2016.01.004

Dach Z. (2001). Sektor małych i średnich przedsiębiorstw w perspektywie przystąpienia do Unii Europejskiej. Zeszyty Naukowe AE. Kraków: Wydawnictwo AE

Daskalakis, N. & Psillaki, M. (2007). Do country and firm factor explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece. *Applied Financial Economics,* 18, 87-97. http://dx.doi.org/10.1080/09603100601018864

Daszkiewicz, N. (2004). Bariery wzrostu małych i średnich przedsiębiorstw, [w] *Przetrwanie i rozwój małych i średnich przedsiębiorstw. s.61.* Gdańsk: Scientific Publishing Group

Daszkiewicz, N., & Wach, K. (2013). *Małe i średnie przedsiębiorstwa na rynkach międzynarodowych*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego.

Davidsson P. (2008). *The Entrepreneurship Research Challenge*. Cheltenham-Northampton (MA): Edward Elgar Publishing Ltd.

Davidsson, P. (2003). The Domain of Entrepreneurship Research: Some Suggestions. [in] in Jerome A. Katz, Dean A. Shepherd (ed.) Cognitive Approaches to Entrepreneurship Research (Advances in Entrepreneurship, Firm Emergence and Growth, Volume (6) Emerald Group Publishing Limited, pp.315 - 372

Davidsson, P., Delmar, F., & Wiklund, J. (2006) Entrepreneurship as growth : Growth as entrepreneurship. In Davidsson, P, Delmar, F, &Wiklund, J (Eds.) *Entrepreneurship and the Growth of Firms.* Edward Elgar Publishing, United Kingdom, England, Cheltenham, pp. 21-

38. http://eprints.qut.edu.au/21370/1/21370_davidsson_2007007743.pdf

Delgado-Verde, M., Martin-de Castro, G., Navas-Lopez, J.E. (2010). Organizational knowledge assets and innovation capability. Evidence from Spanish manufacturing firms. Journal of Intellectual Capital. Vol. 12. No. 1

Deloitte (2016). *Dojrzałość przedsiębiorstw w zakresie zarządzania kapitałem obrotowym.* https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/press-releases/articles/brak-plynnosci-finansowej-prowadzi-do-upadlosci-firm.html.

Deming W.E. (2012). Essential Deming: Leadership Principles from the Father of Total

Deming, W.E. (1982). Quality, Productivity and Competitive Position, MIT. Cambridge

Deming, W.E. (1966). On quality and costs in life testing. Revue de L Institut International de Statistique -Review of the International Statistical Institute Vol.34 (1) pp. 112. WOS:A19667748900008

Drucker, P. (1993). Post-Capitalist Society. Oxford: Butterworth Heinemann

Duliniec, E. (2011). Koncepcje przedsiębiorstw wcześnie umiędzynaradawianych. Rozważania terminologiczne. Gospodarka Narodowa nr 1-2. S. 63-80. http://gospodarkanarodowa.sgh.waw.pl/p/gospodarka_narodowa_2011_01-02_04.pdf

Dulniec, A. (2001). *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*. Warszawa: PWN

Dourado, P. (2009). *The 60 Second Leader – Everything You Need to Know About Leadership, in One Minute Bites.* Hobokenm NJ, USA: Jhon Wiley & Sons

Dumitrescu, G.K. (2015). Central and Eastern European Countries Focus on the Silk Road Economic Belt. W: Global Economic Observer, 3(1), 186–197

Dutordoir, M., van de Gucht, L. (2006). *Why Do Western European Firms Issue Convertibles Instead of Straight Debt or Equity*. Rotterdam: Erasmus Research Institute of Management

Dziembała M. (2012). Potencjał innowacyjny Polski na tle Krajów UE – wnioski dla polityki gospodarczej. S. 107-122. file:///C:/Users/Joanna%20Ma%C5%82ecka/Downloads/8_M.Dziembala_Potencjal_innowacyjny_polski....pdf

Eden, L. & Dai, L., Li, D. (2010). International Business, International Management, and International Strategy. What's in a Name? *International Studies of Management and Organisation*, *40*(5), 54-68.

Enz, T., Kraenzlin, S., Ravara, C. (2006). Mezzaninie Finance – A Hybrid Instrument with a Future. Economic Briefing no.42. Zurich: Credit Suisse

Enz, T., Kraenzlin, S., Ravara, C. (2005). *Economic Briefing No39*. Zurich: Credit Suisse Economic Research

[EVCA] (2015). *Central and Eastern Europe statistics from years 2007-2014, European Private Equity & Venture Capital Association*. Brussels: EVCA.

Fałat-Kiljańska, I. (2014). Private equity więcej niż kapitał. Warszawa: CeDeWU

Fazlagić, J. (2011a). Nowe spojrzenie na kwestie innowacyjności. Problemy Jakości. nr 7

Fazlagić, J. (2011b). Zarządzanie wiedzą a technologie informacyjne. Ekonomiczno-Informatyczny Kwartalnik Teoretyczny. nr 29

Figueira-de-Lemos, F., Johanson, J., & Vahlne, J. (2011). Risk management in the internationalization process of the firm: A note on the Uppsala Model. Journal of World Business, 46, 143–153. DOI:10.1016/j.jwb.2010.05.008

Fisher, I. (1906). *The Nature of Capital and Income*. New York: Macmillan

Foss, N.J. (1993). Contractual end competence perspectives. *Journal of Evoluationaly Economist*

Francfort, A.J & Rudolph, B. (1992). Zur Entwicklung der Kapitalstrukturen in Deutschland und in den Vereinigten Staaten von Amerika. Eine vergleichende empirische Untersuchung. *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, H. 7/8, August, 1059-1079.

Frąś, J., Czyrka, K. (2013). Przedsiębioczość szansą rozwoju regionu: wybrane problemy T.2. Wydawnictwo Naukowe Wyższej Szkoły Zawodowej im. Jakuba z Paradyża

Fridson, M. S. (1993). Exactly what do you mean by speculation. *Journal of Portfolio Management, Vol. 20, No.1*. New York. http://dx.doi.org/10.3905/jpm.1993.29

Fritsch M. (2001). Co-operation in Regional Innovation Systems. Regional Studies, no. 35.4, pp. 297–307

Fritsch, M., Story, D.J. (2014). Entrepreneurship in a Regional Context: Historical Roots, Recent Developments and Future Challenges. *Regional Studies.* 48 (6). p:939-954. http://dx.doi.org/10.1080/00343404.2014.892574

Galbraith, J.K. (1957). Market structure and stabilization policy. *The Review of Economics and Statistic,39*(2), 124-133. http://dx.doi.org.10.2307/1928529

Gancarczyk, M. (2010). Model schyłku i odrodzenia klastrów. *Gospodarka Narodowa 2010 nr 3*

Gilson, R. J., Black, B. S. (1998). Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets (November 1997). Journal of Financial Economics 47: 243–277, http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.46909.

Glinka, B., Gudkova, S. (2011). Przedsiębiorczość. Wolters Kluwer

Glińska-Neweś, A. (2007), Kulturowe uwarunkowania zarządzania wiedzą w przedsiębiorstwie. Toruń: TNOiK

Gompers, P., Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution., Journal of Economic Perspectives, 15(2): 145-168, http://dx.doi.org/10.1257/jep.15.2.145.

[GPW] (2015). Raport giełdowy. Warszawa: GPW

Grabski, L., Kłosiewicz, U., Olejniczuk-Merta, A., Słomińska, B., Strużycki, M.. (1999)

Zarządzanie marketingowe małym i średnim przedsiębiorstwem. Warszawa: Wydawnictwo Difin

Gregory, B., Rutherford, M., Oswald, S., & Gardiner, L. (2005). An empirical investigation of the growth cycle theory of small firm financing. *Journal of Small Business Management*, 43, 382-392. http://dx.doi.org/10.1111/j.1540627X.2005.00143.x/epdf

Greif, A., Böhme, K., Degenhardt, A. (2011). Boosting sustainable innovations in small and medium-sized enterprises in the Baltic Sea Region. SPIN Strategic Actions for decision makers, EU Baltic Sea Region Programme 2007–2013. Federal Ministry for the Environment, Nature Protection and Nuclear Safety (BMU) Germany

Gruszecki, T. (2002). *Współczesne teorie przedsiębiorstwa,* Warszawa: PWN

Gruszecki, T. (1989). *Przedsiębiorstwo jako kategoria ekonomiczna, [w:]* T. Jakóbik (red.) *Teoria i praktyka przemian gospodarczych*. Wrocław: Ossolineum

Grzywacz, J. (2012). Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura. Warszawa: SGH

Grzywacz, J., Jabłoń ska, A. (2013). *Tradycyjne i alternatywne możliwości finansowania małych i średnich przedsiębiorstw*. Zeszyty Naukowe PWSZ w Płocku. Nauki Ekonomiczne. T.XVII. Płock

Gudkova, S. (2007). Wiedza a rozwój małych przedsiębiorstw [w:] Bogdanienko, J., Kuzela, M., Sobczak, I. (red.) Zarządzanie wiedzą w warunkach globalnej współpracy przedsiębiorstw. Toruń: Wydawnictwo Adam Marszałek

Guiso, L, Sapienza, P. & Zingales, L. (2004). Does local financial development matter? *Quarterly Journal of Economics*, 119, 929-969. https://doi.org/10.1162/0033553041502162

[GUS] (2006) Działalność innowacyjna przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce w latach 2002–2004. Warszawa: GUS

[GUS] (2017). Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2016 roku. Warszawa
[GUS] (2016). Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2015 roku. Warszawa
[GUS] (2015). Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2014 roku. Warszawa
[GUS] (2014). Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2013 roku. Warszawa
[GUS] (2013). Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2012 roku. Warszawa
[GUS] (2012). Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2011 roku. Warszawa
[GUS] (2011). Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2010 roku. Warszawa
[GUS] (2010). Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2009 roku. Warszawa
[GUS] (2009). Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2008 roku. Warszawa
[GUS] (2008). Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2007 roku. Warszawa
[GUS] (2007). Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2006 roku. Warszawa
[GUS] (2006). Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2005 roku. Warszawa
[GUS] (2005). Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2005 roku. Warszawa
[GUS] (2004). Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2005 roku. Warszawa

[GUS] (2017a). *Mały Rocznik Statystyczny Polski.* Warszawa: GUS
[GUS] (2016a). *Mały Rocznik Statystyczny Polski.* Warszawa: GUS
[GUS] (2015a). *Mały Rocznik Statystyczny Polski.* Warszawa: GUS
[GUS] (2014a). *Mały Rocznik Statystyczny Polski.* Warszawa: GUS
[GUS] (2013a). *Mały Rocznik Statystyczny Polski.* Warszawa: GUS

[GUS] (2012a). *Mały Rocznik Statystyczny Polski.* Warszawa: GUS
[GUS] (2011a). *Mały Rocznik Statystyczny Polski.* Warszawa: GUS

[GUS] (2017b). *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej.* Warszawa: GUS
[GUS] (2016b). *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej.* Warszawa: GUS
[GUS] (2015b). *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej.* Warszawa: GUS
[GUS] (2014b). *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej.* Warszawa: GUS
[GUS] (2013b). *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej.* Warszawa: GUS
[GUS] (2012b). *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej.* Warszawa: GUS
[GUS] (2011b). *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej.* Warszawa: GUS
[GUS] (2010b). *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej.* Warszawa: GUS
[GUS] (2009b). *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej.* Warszawa: GUS
[GUS] (2008b). *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej.* Warszawa: GUS
[GUS] (2007b). *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej.* Warszawa: GUS

[GUS] (2018c). *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarczych w rejestrze REGON* Warszawa: GUS
[GUS] (2017c). *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarczych w rejestrze REGON* Warszawa: GUS
[GUS] (2016c). *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarczych w rejestrze REGON* Warszawa: GUS
[GUS] (2015c). *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarczych w rejestrze REGON* Warszawa: GUS
[GUS] (2014c). *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarczych w rejestrze REGON* Warszawa: GUS
[GUS] (2013c). *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarczych w rejestrze REGON* Warszawa: GUS
[GUS] (2012c). *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarczych w rejestrze REGON* Warszawa: GUS
[GUS] (2011c). *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarczych w rejestrze REGON* Warszawa: GUS
[GUS] (2010c). *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarczych w rejestrze REGON* Warszawa: GUS
[GUS] (2009c). *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarczych w rejestrze REGON* Warszawa: GUS
[GUS] (2008c). *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarczych w rejestrze REGON* Warszawa: GUS
[GUS] (2007c). *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarczych w rejestrze REGON* Warszawa: GUS
[GUS] (2006c). *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarczych w rejestrze REGON* Warszawa: GUS
[GUS] (2005c). *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarczych w rejestrze REGON* Warszawa: GUS
[GUS] (2004c). *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarczych w rejestrze REGON* Warszawa: GUS
[GUS] (2003c). *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarczych w rejestrze REGON* Warszawa: GUS

Hajek, M., Janger, J., Macek, S. (2000). SMEs, Clusters and Competitiveness – the Austrian Experience, Conference materials, Enhancing the Competitiveness of SMEs in the Global Economy: Strategies and Policies. OECD. Bolonia. 14–15.06.2000

Hadaś, Ł., Ragon-Sjkorecka, K. (2017). Organizacja rocesów zakupowych a wzrost strategicznej rani zakupów- wyniki badań. Bauki o Zarządzaniu 2(31). s.40-46

Hall, G.C., Hutchinson P.J., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the capital structures of European SMEs. Journal of Finance &Accounting, 6, 711-731. http://dx.doi.org/10.1590/S1807-76922013000300007

Hamed A. (2017). Risk analysis in documentary letter of credit operation, *Financial Law Review*, 1(4)2016, 29, DOI: 10.1515/flr-2016-0021

Hansen, M.T., Nohria, N. Tierney, T.J. (1999) (i in.). What's your strategy for managing knowledge? Harvard Business Review, March-April. https://hbr.org/1999/03/whats-your-strategy-for-managing-knowledge

Hax, K. (1958). Die langfristigen Finanzpositionen. Handbuch der Wirschaftswissenschaften, Koln-Opladen: BD1

Hennart, T.F.(2014). The Accidental Internationalists: A Theory of Born Global. *E*ntrepreneurship Theory and Practice, 38)1): 117-135, http://dx.doi.org/10.1111/etap.12076

Henrekson M., Douhan R. (2008). Introduction [in] The Political Economy of Entrepreneurship, Vol. 1-2 (red) M.Henrekson, R. Douhan, E. Elgar. Cheltenham-Northampton

Hodgetts, M.R., Kuratko D.F., (2000). Effective small business management. The Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers

Hoffman, R.C., & Munemo, J., & Watson, S. (2014). International franchise expansion: The role of institutions and transactions costs. *Journal of International Management, 22,* 101–114. doi:10.1016/j.intman.2016.01.003.

Hopej-Kamińska, M., Hopej, M., Kamiński, R. (2007). Kulturowe i strukturalne uwarunkowania innowacyjności przedsiębiorstwa [w:] Czubaszewicz, H., Golman, W. (red.) Sukces organizacji. Rola kapitału ludzkiego. Sopot: Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego

Ickiewicz, J. (2004). Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwie. Warszawa:SGH

Ignasiak-Szulc, A. (2007). Wsparcie na rzecz internacjonalizacji i innowacyjności MSP oferowane przez samorząd terytorialny w wybranych krajach [w:] Bogdanienko, J., Kuzela, M., Sobczak, I. (red.) Działalność innowacyjna przedsiębiorstw w warunkach Globalnych. Toruń: Wydawnictwo Adam Marszałek

Jajuga, K. (2007). *Elementy nauki o finansach*. Warszawa: PWE

Jankowiak, R. (2007). Zarządzanie wiedzą a innowacyjność w systemach zarządzania jakością współczesnego przedsiębiorstwa [w:] Bogdanienk,o J., Kuzela, M., Sobczak, I. (red.) Zarządzanie wiedzą w warunkach globalnej współpracy przedsiębiorstw. Toruń: Wydawnictwo Adam Marszałek

Jankowski, A. (1998). *Słownik ekonomiczny*. Kraków: Wydawnictwo Instytut GSMiE

Jaworski, J. (2010). *Teoria i praktyka zarządzania finansami przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wydawnictwo CeDeWu

Kaczmarek, T.T. (2010). *Finanse przedsiębiorstw*. Warszawa: Walters Kluwer S.A.

Kaczmarek, T., Królak-Werwińska J. (2008). *Handel międzynarodowy. Zarządzanie ryzykiem. Rozliczenia finansowe*. Warszawa, Oficyna a Wolters Kluwer Business

Kaleta, M. (2016). *Franczyza w Polsce. Rozwój rok po roku.* 11.07.2016. http:/franchising.pl/abc-franczyzy/24/franczyza-polsce-rozwoj-rok-roku

Kamińska A. (2011). Regionalne determinanty rozwoju małych o średnich przedsiębiorstw. Warszawa: Difin

Kasperkiewicz, W. (2008). Procesy innowacyjne w gospodarce rynkowej. Teoria i praktyka. Piotrków Trybunalski: Naukowe Wydawnictwo Piotrkowskie

Kasperkowiak, W., Małecka, J. (2018). External sources of risk in the internationalization process of SME's - selected aspects. The 12th International Days of Statistics and Economics. Melandriu. pp:811-822. WOS: 000455809400081

Kasperkowiak, W., Małecka, J., Łuczka, T. (2017). Risk Internationalisation of Small and Medium-Sized Enterprises – Chosen Aspects, *Proceedings Paper IMES 2017, pp.:390-* 403. Praha: Vysoka Skola Ekonomicka & Praze. http://imes.vse.cz/wp-content/uploads/2015/08/Conference_Proceedings_IMES_2017.pdf. WOS:000427316100035

Kaufmann A., Tödtling F. (2002). How effective is innovation support for SMEs? An analysis of the region of Upper Austria. Technov, no. 22, pp. 147–159

Kirzner, I. (2017). The Entrepreneurial Market Process – An Exposition. Southern Economic Journal. Vol 83. Issue 4. Pp:855-868 . DOI: 10.1002/soej.12212. WOS: 000402904100002

Kirzner, I. (2005). Information – knowledge and action – knowledge. Econ Journal Watch. Vo. 2. Issue. 1. PP: 75-81. WOS: 000203013400009

Kirzner I. (1973). *Competition and Entrepreneurship*. Chicago (IL): University of Chicago Press

Klonowski, D. (2003). Kapitał wysokiego ryzyka w Polsce. Kryteria podejmowania decyzji inwestycyjnych. Organizacja i Kierowanie 1

Knight, F. (1921). Risk, Uncertainty and Profit. BeardBooks

Knight, G.A. (2004) T. Madsen, P. Servais, An inquiry into born-global firms in Europe and the USA, „International Marketing Review", t. 21, nr 6.

Knight, G.A, Cavusgil, S.T. (2004). Innovation, Organizational capabilities and born global Firm, „Journal of International Business Studies", t. 35, nr 2.

Kohler, K. (2017). Currency devaluations, aggregate demand, and debt dynamics in economies with foreign currency liabilities. Journal of Post Keynesian Economics. Vol 40. Issue 4. S. 487-511. DOI: 10.1080/01603477.2017.1368027

Kołosowska, B. (2013). *Finansowanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw ze źródeł pozabankowych.* Warszawa: Wydawnictwo CeDeWu

Kordela, D. (2013). , *NewConnect – rynek giełdowy dla małych i średnich przedsiębiorstw. Systematyka, organizacja, perspektywy rozwoju.* Warszawa: Wydawnictwo CeDeWu

Kotler Ph., Casilione J.A. (2009). *Chaotics. The Business of Managing and Marketing in Age of Turbulence*. New York (NY): Amacom

Kozioł, K. (2007). *Innowacyjność polskich przedsiębiorstw na tle doświadczeń Unii Europejskiej*. Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego

[KPMG] (2014). Rynek Private Equity w Polsce: fakty i opinie. Warszawa: kpmg.pl.

Krawiec, F. (2009). Nowa gospodarka i wizja lidera firmy XXI wieku. Warszawa: Difin

Landström, H. (2010). *Pioneers in Entrepreneurship and Small Business Research*. Nowy York (NY): Springer. DOI: *10.1007/b102095* https://www.springer.com/gp/book/9780387236018

Lange, O. (1975). *Ekonomia polityczna T.3*. Warszawa: PWE

Levin, R.I. & Travis, V.P. (1987). Small company financing: What the books don't say. *Harvard Business Review*, November–December, 30-32. https://hbr.org/1987/11/small-company-finance-what-the-books-dont-say

Lewandowski, H., Malik, K., Miszewski, M. (2000). Małe i średnie przedsiębiorstwa w obliczu integracji europejskiej. s. 13-14 Bytom: Politechnika Opolska w Opolu. Wyższa Szkoła Ekonomii i Administracji w Bytomiu

Lichtarski , J. (red). (1999). *Podstawy nauki o przedsiębiorstwie*. Wrocław: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej

Lopez-Bayon, S., & Lopez-Fernandez, B. (2016). Partner empowerment and relationship failure in franchising. *Journal of Small Business Management, 54,* 1059–1079. doi:10.1111/jsbm.12234.

Lundstrom A., Stevenson L.A. (2005). Entrepreneurship Policy: Theory and Practice. International Studies in Entrepreneurship (ISEN). New York (NY): Springer. DOI:10.1007/b104813 https://www.springer.com/la/book/978038724140

Łuczka, T. (2015). Mikroekonomiczne determinanty struktury kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach. Determinanty związane z cechami przedsiębiorstwa. W: Bielawska, A. (red.), *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro, małych i średnich Przedsiębiorstw. Mikrofirma 2015, pp. 125-144.* Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego

Łuczka, T. (2013). Makro- i mikroekonomiczne determinanty struktur kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach. s. 125-144. Poznań: Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej

Łuczka, T. (2011) Capital Structure in Small and Medium-Sized Enterprises. In: S. Lachiewicz, Zakrzewska-Bielawska, A. (red.) *Fundamentals of Management in Modern Small and Medium-Sized Enterprises*. Łódź: Technical University of Lodz, pp. 55-70

Łuczka, T., (2009). Internet as the development factor of small and medium-sized enterprises in

the condition of internationalization and globalization. In: J. Przybysz (Ed.) *Creation of social capital*. p:141-155. Poznań: Publishing House of Poznań University of Technology

Łuczka, T. (2007). Bariery rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce, [w]: *Małe i Średnie Przedsiębiorstwa – szkice o współczesnej przedsiębiorczości*. s.29-49 Poznań: Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej

Łuczka, T. (2002). New Chalanges for SME's in 21st Century. *Entreprenurship and Small Business Development in the 21st Century* 277-290. Łódź: Press University

Łuczka, T. (2001). *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie. Wybrane aspekty mikro- i makroekonomiczne.* Warszawa: PWN

Łuczka, T. (1995). Pojęcie klasy średniej a kategoria małego i średniego przedsiębiorstwa prywatnego. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 3, 109-122.

Łuczka,T., Małecka, J. (2017Aa). Internacjonalizacja i globalizacja mikro i małych przedsiębiorstw w Polsce. Wybrane aspekty regionalne. *Przedsiębiorczość i Zarządzanie - Tom XVIII, zeszyt 12 część II "Globalne i regionalne wyzwania przedsiębiorczości". pp.:213-229.* Łódź-Warszawa: Wydawnictwo SAN. http://piz.san.edu.pl/index.php?id=10

Łuczka,T., Małecka, J. (2017b). Prospects for increasing international trade volumes of selected micro and small enterprises in Poland. *Decision making for Small and Medium-Sized Enterprises Conference proceedings DENSME 2017, pp.: 116-125.* http://demsme.cms.opf.slu.cz/images/demsme2017proceedings.pdf

Łuczka,T., Małecka, J. (2017d). Selected Factors Affecting the Choice of Financial Instruments by Small and Medium-Sized Enterprises i Poland. Business and Non-profit Organizations Facing Increased Competition and Growing Customers' Demands *Vol.16. pp.: 375-387.* https://konferencja.jemi.edu.pl/pl/monografie WOS:000426798600025

Łukasik, G. (2010). *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw.* Katowice. Prace Naukowe UE w Katowicach

Malara, Z. (2007). Kilka Uwag o Strategicznej Roli Wiedzy w Formowaniu Współczesnej Organizacji [w:] Czubaszewicz, H., Golman, W. (red.) Sukces organizacji. Rola kapitału ludzkiego. Sopot: Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego

Malarska, A. (2005). Statystyczna analiza danych. Kraków: SPSS

Małecka, J. (2018b). The Perception of Quality in Qualitology – Selected Aspects. The Proceedings of the 17th European Conference on Research Methodology for Business and Management Studies. Published by Academic Conferences and Publishing International Limited Reading, UK. E-Book: ISBN: 978-1-911218-93-7. E-BOOKISSN: 2049-0976. Book version ISBN: 978-1-911218-92-0. Book Version ISSN: 2049-0969. pp.246-253. file:///C:/Users/Joanna%20Ma%C5%82ecka/Documents/A_ARTYKU%C5%81Y/ECRM/2018/Roma%2012-13.07.2018/ECRM18-Proceedings-Donwload_265_272_____273_280.pdf

Małecka, J. (2018c). Knowledge Management in SMEs – In Search of a Paradigm. Proceedings of the 19th European Conference of Knowledge Management. Published by Academic Conferences and Publishing International Limited Reading, UK. E-Book: ISBN: 978-1-911218-95-1. E-BOOKISSN: 2048-8971. Book version ISBN: 978-1-911218-94-4

Book Version ISSN: 2048-8963. p.485-493. file:///C:/Users/Joanna%20Ma%C5%82ecka/Documents/A_ARTYKU%C5%81Y/ECKM/ECKM18-Proceedings-Vol%201-Download_509_517____518_526.pdf

Małecka, J. (2018d). Alternative Sources of Financing for SMEs in Poland in the Light of Empirical Research. Proceedings, Volume 2, EFERIC 2018. The 2nd Entrepreneurship and Family Enterprise Research International Conference. https://doi.org/10.3390/proceedings2241521 https://www.mdpi.com/2504-3900/2/24

Małecka, J. (2017a). Regulation of the Warsaw Stock Exchange: History and Operating Rules. *Journal of Economics World, Vol. 5, No. 1, 34-43,* http://dx.doi.org/10.17265/2328-7144/2017.01.004

Małecka, J. (2017b). NewConnect as a Source of Financing form Small and Medium-Sized Enterprises. *Proceedings Paper IMECS 2017, pp.: 540-552.* Praha: Vysoka Skola Ekonomicka & Praze. http://imes.vse.cz/wp-content/uploads/2015/08/Conference_Proceedings_IMES_2017.pdf WOS:000427316100048

Małecka, J. (2017c). Alternative Securities Markets as Financing Sources for SMEs – Selected Aspects of AIM and NC. *Contemporary Issues in Business, Management and Education 2017, 1-9*. http://doi.org/10.3846/cbme.2017.072

Małecka, J.(2017d). The role of SMEs in international trade: Selected aspects, Institute of Economic Research Working Papers, No. 68/2017, available at: http://econpapers.repec.org/scripts/redir.pf?u=http%3A%2F%2Fwww.badania-gospodarcze.pl%2Fimages%2FWorking_Papers%2F2017_No_68.pdf;h=repec:pes:wpaper:2017:no68

Małecka, J. (2016a). Alternative Securities Markets in Poland and the United Kingdom. *Problemy Zarządzania vol.14, nr 4(63),t.1,pp:11-24.* http://dx.doi.org/10.7172/1644-9584.63.1 WOS: 000400572200001

Małecka, J. (2016b). Zatrudnienie i wartość dodana w małych i średnich przedsiębiorstwach w Polsce i Unii Europejskiej. E *Marketing i Zarządzanie nr 2 (43) 2016, 117-129. Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.* http://dx.doi.org/10.18276/miz.2016.43-10

Małecka, J. (2016). Revenues, Expenses, Profitability and Investments of Potential Contenders for the Status of a Listed Company in Poland. *Oeconomia Copernicana, 6 (4),* pp.91-122, http://dx.doi.org/10.12775/OeC.2015.031; WOS:000216511300006

Małecka, J. (2015a). Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jako potencjalne źródło finansowania małych i średnich przedsiębiorstw. ZN NR 848 Ekonomiczne Problemy Usług nr 116. P.496-507. Szczecin: Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego. http://www.wzieu.pl/zn/848/ZN_848.pdf

Małecka, J. (2015b). Selected problems of the capital market in Poland. Finansowe Uwarunkowania Rozwoju Organizacji Gospodarczych - Zarządzanie finansami a efektywność ekonomiczna. p.349-362. Warszawa: Wydawnictwo Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego. http://dx.doi.org/10.7172/978-83-65402-00-4.2015.wwz.1, http://www.wz.uw.edu.pl/portaleFiles/6133-wydawnictwo-/FUROG_2015.pdf

Małecka, J. (2015c). Economic condition of legal persons in the SME sector – potential paricipants of the capital market in Poland. In Starnawska, M. (Ed), *Social, Innovative and Financial Dimensions of Enterprising Organizations*, pp. 39-54, Gdańsk: Gdańsk University of Technology. http://zie.pg.edu.pl/documents/10693/38995566/Social%20innovative%20and%20financial%20dimensions.pdf

Małecka, J. Kasperkowiak, W. (2018). Impact of political risk on internationalisation of SMEs. 5th International Scientific Conference on "Modern Economics" in VIGO. ISBN: 978-3-942100-56-4. http://www.wneiz.pl/katedry/makro/proceedings/Vigo_Proceedings_2.pdf

Małecka, J., Łuczka, T. (2018a). Knowledge Management in Micro and Small Enterprices in Poland. Proceedings of the 19th European Conference of Knowledge Management. Published by Academic Conferences and Publishing International Limited Reading, UK. E-Book: ISBN: 978-1-911218-95-1. E-BOOKISSN: 2048-8971. Book version ISBN: 978-1-911218-94-4. Book Version ISSN: 2048-8963. p.476-484. file:///C:/Users/Joanna%20Ma%C5%82ecka/Documents/A_ARTYKU%C5%81Y/ECKM/ECKM18-Proceedings-Vol%201-Download_509_517____518_526.pdf

Małecka, J, Łuczka, T.. (2018b). Qualitative modelling theory in the eyes of female entrepreneurs. The Proceedings of the 17th European Conference on Research Methodology for Business and Management Studies. Published by Academic Conferences and Publishing International Limited Reading, UK. E-Book: ISBN: 978-1-911218-93-7. E-BOOKISSN: 2049-0976. Book version ISBN: 978-1-911218-92-0. Book Version ISSN: 2049-0969. pp.254-261. file:///C:/Users/Joanna%20Ma%C5%82ecka/Documents/A_ARTYKU%C5%81Y/ECRM/2018/Roma%2012-13.07.2018/ECRM18-Proceedings-Donwload_265_272_____273_280.pdf

Małecka, J., Łuczka, T. (2018c). How to limit the scale of bankruptcies of micro-, small and medium-sized enterprises – selected aspects. 5th International Scientific Conference on "Modern Economics" in VIGO. ISBN: 978-3-942100-56-4. http://www.wneiz.pl/katedry/makro/proceedings/Vigo_Proceedings_2.pdf

Małecka, J., Łuczka, T. (2018d). Women's Entrepreneurship - Selected Aspects. Proceedings, Volume 2, EFERIC 2018. The 2nd Entrepreneurship and Family Enterprise Research International Conference. https://doi.org/10.3390/proceedings2241491. https://www.mdpi.com/2504-3900/2/24

Małecka, J., Łuczka, T. (2017a). The Private Equity Market in Poland and in Central and Eastern Europe: Selected Aspects. *Problemy Zarządzania, vol. 15, nr 1 (65). Pp.: 69-85* Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego. DOI 10.7172/1644-9584.65.4. WOS:000411842600004

Małecka, J., Łuczka, T. (2017c). Behaviour Patterns of Polish Start-Ups. Decision Making for Small and Medium-Sized Enterprises Conference proceedings DENSME 2017. pp.: 132-137. http://demsme.cms.opf.slu.cz/images/demsme2017proceedings.pdf

Małecka, J., Łuczka T. (2016a). The Structure of Venture Capital Raising by Companies in Poland and Central and Eastern Europe: Selected Aspects. *Proceedings Paper IMECS 2016, pp.:418-431.* Praha: Vysoka Skola Ekonomicka & Praze. WOS:000386957700037

Małecka, J., Łuczka, T. (2016b). Venture capital as a source of financing small and medium-sized enterprises in Poland: selected aspects. Proceedings Paper Advancing research in Entrepreneurship in the Global Context p.669-684. Krakow: Fundation Cracowv Univ Economics. WOS:000400596500044

Małecka, J., Łuczka T., Šebestová, J., Šperka, R. (2017). Economic Activity, Social Conditions and Entrepreneurship in Poland – Selected Aspects. *Copernican Journal of Finance & Accounting Vol. 6, No3, pp.: 47-61;* DOI: http://dx.doi.org/10.12775/CJFA.2017.016

Markowitz, H.M. (1952). Portforio Selection. Journal od Finance.no.7

Martins, E.C., Terblanche, E. (2003). Building Organizational Culture that Stimulates Creativity and Innovation. European Journal of Innovation Management No. 1, Vol. 6

Martyniuk, T. (2009). Małe przedsiębiorstwo. Rejestracja – Podatki – Ewidencja – *Sprawozdawczość*. s.13. Gdański: ODDK

Marzec, M. (2013). Finansowanie innowacji przez przedsiębiorstwa sektora MSP w województwie świętokrzyskim w latach 2007–2013, Acta Scientifi ca Academiae Ostroviensis. http://www.zn.wsbip.edu.pl/wydania/zeszyt1/sekcjaA/5.pdf

Masaaki, I. (1997). Gemba Kaizen: A Commonsense, Low-Cost Approach to Management (1e. ed.). McGraw-Hill

Masaaki, I. (1996). Kaizen: The key to Japan's competitive success. New York, itd: McGraw-Hill

Matejun, M. (2012). Zarządzanie małą i średnią firmą w teorii i w ćwiczeniach. Warszawa: Difin

Matusiak, K.B., Stawasz, E., Głodek, P. (2013). Wnioski z badań innowacyjnych MSP, sektora B+R i instytucji wspierających w województwie śląskim przeprowadzonych dla potrzeb regionalnej strategii innowacyjnej www.ppts.pl/gfx/fotobank/docs/BPK/FE/prezentacje//FE2.ppt

McDougall, P.P**.** (1989). International versus Domestic Entrepreneurship: New venture strategic behavior and industry structure. Journal of Business Venturing, 4(6), 387- 400. http://dx.doi.org/10.1016/0883-9026(89)90009-8

McDougall, P.P., Oviatt, B.M.(2000). International entrepreneurship. The intersection of two research paths, „Academy of Management Journal", Vol. 43, Iss. 5.

McKelvie, A. (2007). Innovation in new fi rms. Examining role of knowledge and growth Willingness. Joenkoeping International Business School. Joenkoeping University

Metrick, A., Yasuda, A. (2011).Venture Capital and Other Private Equity: a Survey. European Financial Management, 17: 619–654. http://dx.doi.org/10.1111/j.1468036X.2011.00606.x.

Mikołajek-Gocejna, M. (2008) *IPO jako źródło finansowania rozwoju spółki*. Warszawa: Szkoła Główna Handlowa

Mioducka, M., Małecka, J. (2019). Entrepreneurship and economic growth – the regional aspect. (in review by PEJ 29)

Mioducka, M., Małecka, J. (2018a). Instrumenty pochodne w zarządzaniu ryzykiem przedsiębiorstw. Ekonomiczne Problemy Usług NR 132 2018 / Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego. ISSN: 189-382X eISSN: 2353-2866 DOI: 10.18276/epu. s.83-93. https://wnus.edu.pl/epu/pl/issues/

Mioducka, M. Małecka, J. (2018b). Regional Aspects of SMEs in Poland – International Risk Versus Bank Security Products. ICBE 2018

Mises, L. (1960). Grundprobleme der Nationalökomomie: Untersuchungen über Verfahren, Aufgaben und Inhalt der Wirtschafts - und Gesellschaftslehre (1933); wydanie angielskie: Epistemological Problems of Economics (1960)

Mizgajska, H., Wściubiak, L. (2007). Wybrane aspekty aktywności innowacyjnej małych i średnich przedsiębiorstw sektora high-tech [w:] Bogdanienko, J., Kuzela, M., Sobczak, I. (red.) Działalność innowacyjna przedsiębiorstw w warunkach globalnych. Toruń: Wydawnictwo Adam Marszałek

Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review, vol.48, No. 3,* 261-297. doi:10.2307/1809766.

Morone, A., Morone, P., Taylor, R. (2007). A laboratory experiment of knowledge diff usion dynamics [in:] Cantner, U., Malerba, F. (eds.) Innovation, Industrial Dynamics and Structural Transformation. Schumpeterian Legacies. Berlin, Heidelberg, New York: Springer

Mosionek-Schweda M. (2014), The Use of Discriminant Analysis to Predict the Bankruptcy of Companies Listed on the NewConnect Market, "Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy", Volume 9, Issue 3, pp. 87-105, http://dx.doi.org/10.12775/EQUIL.2014.019

Muller, P., Caliandro, C., Peycheva, V., Gagliardi, D., Marzocchi, Ch., Ramlogan, R., Cox, D. (2015). Annual Report on European SMSs 2014/2015. SMSs start hiring again. Karen Hope Editor, for the European Commission

Myers, S.C. (1983). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3):575-592 Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting. San Francisco: American Finance Association. http://www.jstor.org/stable/2327916

Myshlyayev, T. (2013). Transformacja systemu politycznego w warunkach integracji europejskiej: doświadczenie Europy Środkowo-Wschodniej. РОЗДІЛ ІІ. Європейська інтеграція: досвід Польщі та України. 10, 2013РОЗДІЛ ІІ. Європейська інтеграція: досвід Польщі та України. 10.253-258

Naman, J.L. & Slevin, D.P. (1993). Entrepreneurship and the concept of fit: A model and empirical test. Strategic Management Journal, 14 (2): 137-153. http://dx.doi.org/10.1002/smj.4250140205

Nawojczyk, M. (2010). Przewodnik po statystyce dla socjologów. Kraków: SPSS

Nawrocki, T., Jabłoński, B. (2011). *Inwestowanie na rynku akcji – jak ocenić potencjał rozwojowy spółek notowanych na GPW w Warszawie*, Warszawa: Wydawnictwo CeDeWu

[NBP] (2012). Raport o stabilności system finansowego. Warszawa: NBP

Nelson, R., Winter, S. (1982). *An Evolutionary Theory of Economic Change, Belknap Pres.* Cambridge: Mass

Niepmann F. & Schmidt-Eisenlohr T.(2017). International trade, risk and role of banks. *Journal of International Economics*, 107, 111-126.

Niepmann F., Schmidt-Eisenlohr T.(2017a). *No guarantees, no trade: How banks affect export patterns*. Journal of International Economics, 108, 338-350.

Nogalski, B., Karpacz, J. (2007). Przedsiębiorczość jako czynnik stymulacji aktywności innowacyjnej małych przedsiębiorstw – ujęcie regionalne [w:] Bogdanienko, J., Kuzela, M., Sobczak, I. (red.). Działalność innowacyjna przedsiębiorstw w warunkach Globalnych Toruń: Wydawnictwo Adam Marszałek

Nonaka, I., Konno, N. (2005).The concept of „ba": Building a foundation for knowledge Creation [in:] Nonaka, I. (ed.), Knowledge management. Critical perspectives on businesses and management. London: Routledge, London and New.

Nonaka, I, Takeuchi, H. (2000). Kreowanie wiedzy w organizacji. Jak japońskie spółki dynamizują procesy innowacyjne? Warszawa: Poltext

Nonaka, I., Toyama, R., Konno, N. (2005). SECI, ba and leadership: A unifi ed model of dynamic knowledge creation [in:] Nonaka I. (ed.) Knowledge management. Critical perspectives on businesses and management. London: Routledge, London and New

Nowak, A., Praszkier, R. (2015). *Przedsiębiorczość społeczna. Teoria i praktyka*. Wolters Kluwer

Nuissl, H. (2005). Trust in a „Post-Socialist Region": A study of East German ICT entrepreneurs' willingness to trust each other. *European Urban and Regional Studies*, 12, 65-81. http://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/0969776405046263

Nyadzayo, N.N., & Matanda, M.J., & Ewing, M.T. (2016). Franchisee-based brand equity: The role of brand relationship quality and brand citizenship behavior. *Industrial Management, 52, 163–174*. doi:10.1016/j.indmarman.2015.07.008

O'Boyle, E., Rutherford, M., Banks, G. (2014). Publication Bias in Entrepreneurship Research: An Examination of Dominant Relations to Performance. Journal of Business Venturing Vol. 29, Issue 6, pp: 773-784. http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.10.001

[OECD] (2008). Podręcznik Oslo. Zasady gromadzenia I interpretacji danych dotyczących innowacji. Komisja Europejska. Wydanie trzecie. http://home.agh.edu.pl/~kkulak/lib/exe/fetch.php?media=user:konrad:vary:oslo-manual.pdf

[OECD] (2005). The Measurement of Scientific and Technological Activities. Propose Guidelines for Collecting and Interpreting Technological Innovation Data. Oslo Manula. Eurostat. http://www.oecd.org/sti/inno/2367580.pdf

[OECD] (2003) The Policy Agenda for Growth. An Overview of the Sources of Economic Growth in OECD Countries (2003). Paris: OECD

[OECD] (1996). Networks of Enterprises and Local Development: Competing and Co-operating in Local Productive Systems. Paris: OECD

Olfert, K. (2011). *Finanzierung*. Kiehl Herne

Ortt, J.R., van der Duin, P.A. (2008). Th e evolution of innovation management towards contextual innovation. European Journal of Innovation Management Vol. 11, No. 4

Osterwalder, A., Pigneur, Y. (2010). Business Model Generation: A Handbook for Visionaries, Game Changers and Challengers. Chichester West Sussex: Wiley

Osterwalder, A. (2008). Business Model Canvas. Stanford

Pacholski, L. (2014). Macroergonomic premises of organizational innovations in business corporations. In: Advences in social and organizational factors. AHFE Conference. s.187-193

Pacholski, L. Malinowski, B., Niedźwiedź, Sz. (2011). Procesowe, strukturalne i kooperacyjne aspekty innowacyjności organizacyjnej przedsiębiorstw/ Poznań: Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, s. 53-64

Panfil, M. (2005). Fundusze Private Equity. Wpływ na wartość spółki. Warszawa: Difin

[PARP] (2018b). Małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce w 2018 r.. Warszawa: PARP

[PARP] (2010c). Raport Innowacyjność 2010. Warszawa: PARP

[PARP] (2018) Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2016-2017. Warszawa: PARP
[PARP] (2017) Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2015-2016. Warszawa: PARP
[PARP] (2016) Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2014-2015. Warszawa: PARP
[PARP] (2015) Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2013-2014. Warszawa: PARP
[PARP] (2014) Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2012-2013. Warszawa: PARP
[PARP] (2013) Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2011-2012. Warszawa: PARP
[PARP] (2012) Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2010-2011. Warszawa: PARP
[PARP] (2011) Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2009-2010. Warszawa: PARP
[PARP] (2010) Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2008-2009. Warszawa: PARP
[PARP] (2009) Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2007-2008. Warszawa: PARP

[PARP] (2017a). Sektor MSP w Polsce i UE. Warszawa: PARP

[PARP] (2018d). Wyniki finansowe podmiotów gospodarczych I-VI 2018 r. Warszawa: PARP

Pearce, D. (1997). The political economy of the global environment. Scottish Journal of Political Economy. Vol. 44. Issue 4. pp.462-483. DOI: 10.1111/1467-9485.t01-2-00065

[Pekao] (2017b). Raport o sytuacji mikro i małych przedsiębiorstw w roku 2016. Warszawa: Bank Pekao SA.
[Pekao] (2013). Raport o sytuacji mikro i małych przedsiębiorstw w roku 2012. Warszawa: Bank Pekao SA.
Perechuda, K., Sobińska, M. (red.) (2008). Scenariusze, dialogi i procesy zarządzania Wiedzą. Warszawa: Difin

Perez-Bustamante, G. (1999). Knowledge management in agile innovative organizations.Journal

of Knowledge Management Vol. 3, No 1

Perz, P.(2008). *Sztuka inwestowania – analiza techniczna, strategie inwestycyjne i zarządzanie ryzykiem na GPW*. Warszawa: Wydawnictwo K.E. LIBER

Piasecki, B. (1999). *Ekonomia i zarządzanie małą firmą.* s.55. Warszawa: PWN

Płókarz, R. (2013). *Globalne rynki finansowe*. Warszawa: PWN.

Porter, M.E. (2011). *The Competitive Advantage of Nations: Creating and Sustaining Superior Performance.* New York, NY: A Davision of Simon & Shuster Inc.

Porter, M.E. (2002). Stern S., National Innovative Capacity, in: The Global Competitiveness Report 2001-2002. Oxford University Press. New York: Oxford

Porter, M.E. (1998). Clusters and the New Economics of Competition. Harvard Business Review. November

Porter, M.E. (1980). *Competitive Strategy. Techniques for Analyzing I* Porter, M.E. (1994). *Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów.* Warszawa: PWE

Porter, M.E. (1994a). *Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów.* Warszawa: PWE

Porter, M.E. (1994b). The Competitive Advantage of Nations. Houndmills – Basingstoke – Hampshire – London: The Macmillan Press Ltd.

Potocki, A. (2000). *Współczesne tendencje w zarządzaniu – teoria i praktyka*. Chrzanów: Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Marketingu w Chrzanowie

Powell, T.C. (1995). Total quality management as a competitive advantage: a review and empirical study. *Strategic Management Journal,* Vol. 21 (9), pp. 539-558.

Poznańska, K.(2015a). *Marketing. Zarządzanie,* red. nauk. K.Poznańska, K.M.Kraj, Oficyna Wydawnicza SGH

Poznańska, K. (2015b) Determinanty wzrostu innowacyjności polskich przedsiębiorstw przemysłowych, [w:] Teoria i praktyka zarządzania w obliczu nowych wyzwań, J. Kaczmarek, W. Szymla, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie

Poznańska, K. (2014a). Finansowanie rozwoju przedsiębiorstw innowacyjnych na alternatywnym rynku NewConnect, [w:] Rozwój organizacji i regionu wyzwaniem dla ekonomii i nauk o zarządzaniu , red. J.Stachowicz, M.Nowicka-Skowron, L.A. Voronina, Toruń: Wydawnictwo „Dom Organizatora"

Poznańska, K. (2014b). Sieci współpracy a innowacyjność przedsiębiorstw, [w:] Granice strukturalnej złożoności organizacji, red. A.Sopińska, S.Grzegorczyk, Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH

Poznańska, K. (2014c). Zarządzanie zmianami. Doskonalenie organizacji, [w:] Podstawy zarządzania, red. M.Strużycki, Warszawaa: Oficyna Wydawnicza SGH

Poznańska, K. (2014d). Rozwój przedsiębiorczości sektora MSP w gospodarce polskiej, [w:]

Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach współczesnych wyzwań gospodarczych, red. R.Borowiecki, J.Kaczmarek, Kraków: Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Poznańska, K. (2012a). Innowacje w przedsiębiorstwie - wybrane aspekty, red. nauk. K. Poznańska, R. Sobiecki, Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH

Poznańska, K. (2012b). Procesy tworzenia wiedzy oraz transferu osiągnięć naukowych i technologicznych do biznesu, red. nauk. M. A. Weresa, K.Poznańska, Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH

Poznańska, K. (2011). Innowacje jako instrument konkurowania małych i średnich przedsiębiorstw, [w:] Determinanty rozwoju przedsiębiorczości w Polsce, red. I. Lichniak, Warszawa: Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie

Poznańska (2009).Zarządzanie małym i średnim przedsiębiorstwem, [w:] Przedsiębiorczość. Jak założyć firmę, pr. zb. pod red. H. Godlewskiej, Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH

Poznańska, K. (2002). Konkurencyjność a innowacyjność polskich przedsiębiorstw, [w:] Zarządzanie strategiczne w teorii i praktyce, pr. zb. pod red. K. Moszkowicz, B. Olszewska, Wrocław: Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

Poznańska, K. (1998), Uwarunkowania Innowacji w Małych i Średnich Przedsiębiorstwach. Warszawa: Dom Wydawniczy ABC

Rahe, M. (2003). Innovation and competence [in:] Gasparski, W., Dąbrowski, J. (eds.) Creating knowledge-based economy. Infrastructure – Organizations – Individuals. Warszawa: Publishinghouse of Leon Koźmiński Academy of Entrepreneurship and Management

Ries, E. (2011). The Lean Startup. London: Penguin Books Ltd.

Ritter, J.R., & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal of Finance*, *57*, pp. 1795-1828, http://dx.doi.ora/10.1111/1540-6261.00478

Rokita, J., Czakon, W., Samborski, A. (red.) (2009). Współczesne i perspektywiczne kierunki badań w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Katowice: Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. K. Adamieckiego w Katowicach

Rymarczyk, J. (2004). *Internacjonalizacja i globalizacja przedsiębiorstwa.* Warszawa: PWE

[Rzeczypospolita] (2017). Ekonomia & rynek. Start-upy nie myślą globalnie. 21.03.2017

[SBA] Fact Sheet (2018)
[SBA] Fact Sheet (2013)

Schenkel, MT. (2006). Pioneers in Entrepreneurship and Small Busines Research. Academy of Management Review. Vol.31. Issue 2. Pp 495-497. Belmont Univ., Hashvill. WOS:000236713400022

Schumpeter, J. (1989). Business Cycles. A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capital Process. : Philadelphia: Porcupine Press

Scott M., Bruce R. (1987), Five Stages of Growth in Small Business, *Long Range Planning*, Vol.20,No.2 http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.462.4083&rep=rep1&type=pdf

Skowronek-Mielczarek A. (2016). Reakcja małych i średnich przedsiębiorstw na kryzys. Warszawa: Cedewu.pl

Skowronek-Mielczarek, A. (2007) *Małe i średnie przedsiębiorstwa: źródła finansowania*, wyd.3 uaktualnione, C.H. Beck, Warszawa

Smallbone, D. (2016). Entrepreneurship policy: issue and challenges. Small Entrepreneurship Research. Vol. 23. Issue 3. pp.201-218. DOI: 10.1080/13215906.2016.1270227

Smallbone, D. (2013). Special Issue: Entrepreneurship and the Informal Economy. Entrepreneurship and Regional Development. Vol. 25. Issue 5-6. Pp 541-542. DOI: 10.1080/08985626.2013.808026

Smallbone, D. (1994). SMEs and Regional Economic Development: Developing a Policy Agenda. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Smallbone, D., Dabic, M., Kalantaridis, C. (2017). Migratio, entrepreneurship and economic development. Entrepreneurship and Regional Development. Vol. 29. Issue 5-6. Pp. 567-569. DOI: 10.1080/08985626.2017.1315485

Smith, A. (2016). *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, *T.1&2*. FB&c Ltd

Smith, A. (2007). *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*. Warszawa: PWN

Smith, A. (2000). *The Wealth of Nations*. Random House Lcc Us.

Smith, A. (1998). *Bogactwo narodów*, t.1. Warszawa: PWN

Sobańska – Helman, K., Sieradzan, P. (2013). Inwestycje private equity / venture capital. Warszawa: Key text

Starczewska-Krzysztoszek, M. (2011). Słabe i mocne strony mikro, małych i średnich Przedsiębiorstw. Warszawa: Polska Konfederacja Pracodawców Prywatnych Lewiatan

Startup Poland [2015]. Polskie Start-upy. Raport 2015. Pod red. A.Skala, E. Kruczkowska, M.A. Olczak. Warszawa: Startup Poland

Stawasz, E., & Ropęga, J. (2014). Barriers and risk factors in the development of micro and small businesses in Poland. In A. Gubik & K. Wach (Eds.), *International entrepreneurship and corporate growth in Visegrad countries* (pp. 99–113). Miskolc: University of Miskolc.

Strużyńsk,i M. (2004*). Małe i średnie przedsiębiorstwa w gospodarce regionu*, s.19 Warszawa: PWE

Sudoł, S. (2006). *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Zarządzanie Przedsiębiorstwem*. Warszawa: PWE

Szczepankowski, P.(2007). *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*. Warszawa: PWN

Śliwiński, R., & Śliwińska, M. (2014). Growth in the Polish fast growing enterprises on foreign markets and its limitations. In B. Knežević & K. Wach (Eds.), International business from the Central European perspective (pp. 67–81). Zagreb: University of Zagreb

Świadek, A. (2007). Technologia i przestrzeń a problem innowacyjności przemysłu w regionach polskich [w:] Bogdanienko, J., Kuzela, M., Sobczak, I. (red.) Działalność innowacyjna przedsiębiorstw w warunkach globalnych. Toruń: Wydawnictwo Adam Marszałek

Świadek A., Płonka M. (2013). Wpływ współpracy na poziom konkurencyjności i aktywności innowacyjnej przedsiębiorstw. Nierówności społeczne a Wzrost Gospodarczy, z. 34, s. 301–319

Tamowicz, P. (2004). Venture Capital – kapitał na start. Warszawa: PARP

Targalski, J. (2006). *Innowacyjność – przyczyna i skutek przedsiębiorczości*. Zeszyty Naukowe nr 730 Akademii Ekonomicznej w Krakowie. Kraków: Wydawnictwo AE

Trzcieliński, S. (2016). Reserach on Intelligence of Medium Sized Enterprices. Proceedings of PICMET ’16: Technology Management for Social Innovation, Honolulu, Hawaii, USA

Trzcieliński, S., Trzcielińska, J. (2018). How enterprises identify market opportunities: research results and finding. IN: Advences in ergonomics of manufacturing: managing the enterprise of the future: proceedings of the AHFE 2017 International Conference on Human Aspects of Advanced Manufacturing, July 17-21, 2017, The Westin Bonaventure otel, Los Angeles, California, USA, s.116-128.

Tunc, C, Solakoglu, M., Babuscu, S. & Hazar, A. (2018). Exchange rate risk and international trade: The role of third country effect. Economics Letters, 167, 152-155. DOI: 10.1016/j.econlet.2018.03.030.

Tuunanen, M. (2007). Franchising as entrepreneurial activity: Finnish SME policy perspective. In J. Windsperger et al. (Eds.). *Economics and management of networks. Springer Verlag*. doi:10.1016/j.jbusres.2013.11.034

Quinn R.E., Cameron K., (1983), Organizational Life Cycle and Shifting Criteria of Effectiveness: Some Preliminary Evidence, *Management Science*, Vol.29, no.1, http://www.jstor.org/stable/2631164

Vanhaverbeke, W. (2001). Realizing New Regional Core Competencies: Establishing a Customer-Oriented SME Network. *Entrepreneurship and Regional Development 2001vol. 13, No. 2, p.99*

Vătămănescu, E. (2014). Economic and risk analyses for SMEs internationalization projects. A preliminary insight on the rationale of business consulting firms. *Management Dynamics in the Knowledge Economy,* 2014, *2*(1), 55–70.

Voynarenko, M., Dzhedzhula, V. & Yepifanova, I. (2016). Modelling the process of making decisions on sources of financing of Innovation activity. *Economic Annals-XXI*, *160*(7-8), 126-129. http:// dx.doi.org/10.21003/ea.V160-25

Wach, K. (2015). Entrepreneurial Orientation and Business Internationalisation Process: The Theoretical Foundations of International Entrepreneurship. Entrepreneurial Business and Economics Review, 3(2), 9–24. http://dx.doi.org/010.15678/EBER.2015.030202

Wach, K. (2014). Przedsiębiorczość międzynarodowa jako nowy kierunek badań w obrębie teorii internacjonalizacji przedsiębiorstwa (rozdział 28). [w]: S. Wydymus, M. Maciejewski (red.). *Tradycyjne i nowe kierunki rozwoju handlu międzynarodowego.* p: 433–446. Warszawa: CeDeWu

Wach, K. (2014a). Paradygmat gospodarki przedsiębiorczej a polityka wspierania przedsiębiorczości. [w]: K. Zieliński (red.) *Formy i przejawy współczesnej przedsiębiorczości w Polsce*. Warszawa: Difin

Waga M. (2014). Źródła finansowania działalności MSP w kontekście ich sytuacji finansowej. Studia BAS, Nr 1(37) 2014. s. 27-48. www.bas.sejm.gov.pl

Waniak-Michalak, H. (2015). Wsparcie małych i średnich przedsiębiorstw przez organizacje niedziałające dla zysku. Warszawa: Difin

Wasilczuk, J. (2015). Why So Little is Known about The Growth of Small and Medium-sized Enterprises – Subjectivity in Research. In Management Issues vol 13, nr 1(51), t.2, pp:13-25. Warszawa: Wydział Zarządzania UW. http://dx.doi.org/10.7172/1644-9584.51

Wąchal, J. (2007). Wiedza jako podstawowy klucz do sukcesu w procesie globalizacji a rola nadzoru [w:] Czubaszewicz, H., Golman, W. (red.) Sukces organizacji. Rola kapitału ludzkiego. Sopot: Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego

Wellalage, N.H., & Locke, S. (2012). Factors affecting the probability of SME bankruptcy: A case study on New Zealand unlisted firms. *Business Journal for Entrepreneurs, 1–17.* http://www.academia.edu/1619471/Factors_Affecting_the_Probability_of_SMEBankruptcy

Welter, F., Xheneti, M., Smallbone, D. (2018). Entrepreneurial resourcefulness in unstable institutional contexts: The example of European Union borderlands. Strategic Entrepreneurship Journal. Vol. 12. Issue 1. Pp.23-53. New York: Wiley. DOI: 10.1002/sej.1274

Wernerfelt, R. (1995). A Resource-based View of the Firm. Strategic Management Journal 1984, nr 5 *Wielka Ilustrowana Encyklopedia Powszechna wydawnictwa „Gutenberg" T.XIV*. Poznań: Wydawnictwo „Kurpisz"

[WEP] (2004). *Wielka Encyklopedia Powszechna PWN*. Warszawa: PWN

Węcławski, J. (2017). Dylematy finansowania przedsiębiorstw rodzinnych za pomocą private equity. Acta Universitatis Lodziensis Folia Oeconomica. DOI:10.18778/0208- 6018.327.12

Węcławski, J. (2015). Developing financial relations in venture capitals investments. Challenges, Research and Perspectives. Trust in social, economic and financial relations. Lublin: Wydział Ekonomiczny

Węcławski, J. (2014). Capital market financing of family enterprises. Business and Economic Horizons. DOI: 10.15208/beh.2014.9

Wheelen, T.L., Hunger, J.D. (2011). Strategic Management and Business Policy. Toward Global Sustainability. London: Pearson Education, Inc., publishing as Prentice Hall.

Wiatrak, A.P. (2003). Pojęcie przedsiębiorczości, jej cele i rodzaje, [w]: *Uwarunkowania rozwoju przedsiębiorczości – szanse i zagrożenia*. K. Jaremczuka, (red.) Tarnobrzeg

Wickham P.A. (2004). *Strategic Entrepreneurship*. Harlow: Prentice Hall. https://trove.nla.gov.au/version/11878045

Wilkinson I., Young L. (2002). On cooperating firms, relations and net-works. Journal of Business Research, vol. 55(2), s. 123–132

Williams N.L, Ridgman, T., Shi, Y., Ferdinand, N. (2014), Internationalization as Interaction: A Process Perspective on Internationalization from a Small Developing Country. Thunderbird International Business Review 56(2014), 127-144. http://dx.doi.org/ 10.1002/tie.21607

Włodarkiewicz-Klimer, H. (2018). Kapitał ludzki w kształtowaniu zwinności organizacji oparyych na wiedz. Poznań: Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej

Włodarkiewicz-Klimer, H. (2018). Zwinne przedsiębiorstwo oparte na wiedzy. Studia i Prace Kolegium Zarządzania Finansów, s. 142-152

[WTO] (2008). Lamy Creates WTO Task Force on Financial Crisis. http://wto.org/english/news_e/news08_e/tnc_chair_report_oct08_e.htm.

Wu, Chih-Wen. (2015). Antecedents of franchise strategy and performance. *Journal of Business Research, 68, 1581–1588*. doi:10.1016/j.jbusres.2015.01.055

Xu, A. & Gong, Z.W. (2016). Business group internal capital market excess value measure research. In: X. Liu & G. Xu (Eds.), *Advances in social science education and humanities research*, 87, 581-584.

Zasępa, P. (2013). *Zarządzanie ryzykiem portfela przez fundusze Venture Capital oraz Private Equity*. Warszawa: Wydawnictwo CeDeWu

Zastempowski, M. (2007). Ukryte źródła innowacyjności mikroprzedsiębiorstw [w:] Bogdanienko, J., Kuzela, M., Sobczak, I. (red.) Działalność innowacyjna przedsiębiorstw w warunkach globalnych. Toruń" Wydawnictwo Adam Marszałek

Zerka, P. (2011). Innowacyjna administracja: oksymoron czy nowy standard? Warszawa: demosEURO PA – Centrum Strategii Europejskiej

Zhang, W., Yu, X. & Liu, Y. (2018). Trade and currency options hedging model. *Journal of Computational and Applied Mathematics,* 343, 328-240. DOI: 10.1016/j.cam.2018.04.059.

Zieleniewski, J. (1976). Przedsiębiorstwo w świetle prakseologii. *Przedsiębiorstwo w systemie społeczno-ekonomicznym*. Warszawa: PWE

Zięba, K. (2016). *Przedsiębiorczość*. CeDeWu Sp. z o.o.

Zięba, M., Oster, P. (2011). Innowacyjność w małych i średnich przedsiębiorstwach. E-mentor nr 3 (40)

Ustawy i akty prawne

Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, DZ.U. 1994, nr 121, poz. 591 z póź. zm.
Art. 55 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r., Kodeks cywilny Dz.U. z 1964 r. Nr 16 poz.93 z późn. zm.
Art. 104-106 Ustawy o swobodzie działalności gospodarczej z dnia 2 lipca 2004 roku

Dz. U. 1964 nr 16 poz. 93
Dz. U. 2000 nr 94 poz. 1037
Dz. U. poz. 403 (2013)
Dz.U. nr 173 poz. 1807 (2004)
Dz. U. nr 146, poz. 1546, z późniejszymi zmianami
Dz. U. nr 183, poz. 1358
Dz.U. nr 146, poz. 1546
Dz.U. nr 35, poz.155 (1991) - ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych
PE i Rady 2011/7/UE z 16 lutego 2011

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 maja 2010 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku

Rozporządzenie Komisji (UE) nr 651/2014 z dnia 17 czerwca 2014 r.

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DZ.U. 2005. Nr 184, poz.1539.

Załącznik nr 1 Rozporządzenia Komisji (WE) Nr 364/2004 z dnia 25 lutego 2004 roku
(wyciąg z zalecenia Komisji 2003/361/WE z dnia 6 maja 2003 r. dotyczący definicji małych i średnich przedsiębiorstw DZ.U. l 124 z 20.05.2003, s.36)

Źródła Internetowe

http://www.doingbusiness.org/en/rankings
http://www.fmleasing.pl
http://www.ekonomia.rp.pl
http://www.bankier.pl, *Ile kosztuje wejście małej spółki na giełdę w Warszawie*, data publikacji 04.10.2005
http://www.finanse.egospodarka.pl/44366,AIM-wzorem-dla-NewConnect,1,48,1.html
https://www.gpw.pl/pub/files/PDF/regulacje/regulamin-gpw.pdf
http://www.newconnect.pl
http://www.londonstockexchange.uk.com
http://www.mfiles.pl
http://www.inkubator.uni.szczecin.pl
http:/www.msp-24.pl
http://www.egospodarka.pl
http://www.forbes.pl

Spis Tabel

Tabela	1.1	Poglądy propagatorów przedsiębiorczości	18
Tabela	1.2	Główne cechy sektora MSP	26
Tabela	1.3	Kryteria podziału przedsiębiorstw	27
Tabela	1.4	Wybrane wskaźniki makroekonomiczne przedsiębiorstw w Polsce i UE	32
Tabela	1.5	Liczba i tempo wzrostu mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2008-2017 [w tys.]	35
Tabela	1.6	Udział MSP w liczbie przedsiębiorstw w Polsce w latach 2008-2017	36
Tabela	1.7	Udział wartości dodanej brutto wytwarzanej przez przedsiębiorstwa w PKB według liczby pracujących w latach 2004-2015	39
Tabela	1.8	Dynamika wzrostu i udział w tworzeniu PKB według obszaru działalności i wielkości przedsiębiorstw w latach 2014-2015	40
Tabela	1.9	Poziom przedsiębiorczości sektora MSP w latach 2005-2016 – ujęcie regionalne	42
Tabela	1.10	Szczegółowe ujęcie składowych syntetycznych wskaźnika przedsiębiorczości i zmiany analizowanych wskaźników	43
Tabela	1.11	Wartość i tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych na nowe i używane środki trwałe w latach 2008-2016	44
Tabela	1.12	Tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych na środki trwałe na jedno przedsiębiorstwo w krajach UE	45
Tabela	1.13	Liczba pracujących, udział , tempo i dynamika zmian w 2008-2016	50
Tabela	1.14	Struktura zatrudnienia w przedsiębiorstwach niefinansowych według wielkości przedsiębiorstw [w%]	51
Tabela	1.15	Liczba i tempo wzrostu mikroprzedsiębiorstw w Polsce w latach 2005-2016	53
Tabela	1.16	Udział mikroprzedsiębiorstw w Polsce i UE wg branż w wybranych latach 2012 i 2016	55
Tabela	1.17	Struktura mikroprzedsiębiorstw według form opodatkowania w latach 2008-2017 [w %]	56
Tabela	1.18	Wskaźnik rentowności obrotu brutto w mikroprzedsiębiorstwach na tle wybranych przedsiębiorstw w latach 2008-2016 [w %]	57
Tabela	1.19	Odsetek i udział mikro-eksporterów wyrobów i usług w Polsce w latach 2010-2016 [w %]	60
Tabela	1.20	Relacja wartości dodanej w przeliczeniu na 1 pracującego w małych, średnich i dużych przedsiębiorstwach względem mikrofirm [w%]	61
Tabela	2.1	Wewnętrzne uwarunkowania wyboru źródeł finansowania w małych i średnich przedsiębiorstwach	75
Tabela	2.2	Lokalizacja przedsiębiorstwa a wybór źródeł finansowania w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach w Wielkopolsce [w%]	79
Tabela	2.3	Kolejność wyboru źródeł finansowania wśród potencjalnych przedsiębiorców w mieście i na wsi [w %]	79
Tabela	2.4	Krótko- i długoterminowe źródła finansowania przedsiębiorstw	81
Tabela	2.5	Liczba, tempo wzrost i struktura likwidowanych przedsiębiorstw w Polsce	86
Tabela	2.6	Wskaźniki przetrwania MSP utworzonych w 2007 i 2008 w kolejnych latach działalności w okresie 2007-2012 i 2008-2013 [w %]	87
Tabela	2.7	Wielkość i tempo wzrostu factoringu i brendów franchisingowych w Polsce w latach 2003-2013	89
Tabela	2.8	Wielkość badanej próby przedsiębiorstw DIY w Polsce	90
Tabela	2.9	Przeżywalność franczyzy ze względu na wybór sieci	91
Tabela	2.10	Porównanie cech leasingu i wynajmu długoterminowego w Polsce	92
Tabela	2.11	Porównanie ofert serwisów bankowych dla eksporterów i importerów	94
Tabela	2.12	Tabela kontyngencji dla maksimum PKB w regionach w 2017 roku	96
Tabela	2.13	Tabela kontyngencji dla minimum PKB w regionach w 2017 roku	96

Tabela	2.14	Porównanie najważniejszych cech kapitału dłużnego, własnego i typu mezzaninie	97
Tabela	2.15	Struktura wykorzystywania instrumentów private equity w CEE [w%]	103
Tabela	2.16	Kryteria selekcji funduszy private equity	107
Tabela	2.17	Tempo wzrostu funduszy private equity w Europie i w Polsce	110
Tabela	2.18	Struktura funduszy według faz finansowania w Europie i Polsce w latach 2007-2014 [w%]	111
Tabela	2.19	Wykaz podmiotów gospodarczych według klasyfikacji GUS	115
Tabela	2.20	Wykaz tożsamości prawnych według klasyfikacji GUS	116
Tabela	2.21	Liczba, stuktura i tendnecje wzrostu podmiotów gospodarczych w Polsce w latach 2000-2018	124
Tabela	2.22	Relacja kosztów bezpośrednich emisji do wartości całej oferty publicznej [nowe i sprzedawane akcje łącznie]	137
Tabela	2.23	Liczba spółek i ich tempo wzrostu po 8 latach działalności AIM i NC	141
Tabela	2.24	Wartość kapitalizacji i jej wzrosty na AIM i NewConnect w kolejnych latach działalności [w bn BGBP]	143
Tabela	3.1	Udział osób fizycznych wśród podmiotów gospodarczych zarejestrowanych w Polsce w latach 2001- 2018 [w %]	145
Tabela	3.2	Liczebność osób fizycznych wśród podmiotów gospodarczych zarejestrowanych w Polsce w latach 2017 i 2018	145
Tabela	3.3	Współczynnik korelacji R. Pearsona pomiędzy oceną zmian w prawie i oceną obecnej koniunktury w gospodarce polskiej	152
Tabela	3.4	Wybór źródeł finansowania w przedsiębiorstwach według wielkości [w%]	153
Tabela	3.5	Przyczyny finansowania mikro i małych przedsiębiorstw z kapitału własnego w Polsce w 2012 i 2016 roku [w%]	154
Tabela	3.6	Wewnętrzne uwarunkowania wyboru źródeł finansowania	158
Tabela	3.7	Przedziały statystyczne	159
Tabela	3.8	Liczebność N badnia i ich udział w podziale wewnętrznym	160
Tabela	3.9	Liczebności testowe	161
Tabela	3.10	Struktura badanej grupy ze względu na płeć respondentów	162
Tabela	3.11	Struktura badanej grupy ze względu na wiek respondentów	163
Tabela	3.12	Struktura badanej grupy ze względu na wykształcenie i profil wykształcenia respondentów	163
Tabela	3.13	Struktura badanej grupy ze względu na branżę działalności	164
Tabela	3.14	Struktura badanej grupy ze względu na status prawny właściciela	164
Tabela	3.15	Struktura badanej grupy ze względu na wielkość przedsiębiorstwa	165
Tabela	3.16	Struktura badanej grupy ze względu na wiek przedsiębiorstwa	166
Tabela	3.17	Struktura badanej grupy ze względu na zasięg rynku zbytu	166
Tabela	4.1	Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według płci respondentów	174
Tabela	4.2	Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według płci przedsiębiorców A	174
Tabela	4.3	Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według płci przedsiębiorców B	175
Tabela	4.4	Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wieku respondentów	176
Tabela	4.5	Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wieku przedsiębiorców A	176
Tabela	4.6	Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wieku przedsiębiorców B	177
Tabela	4.7	Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wykształcenia respondentów	178

Tabela 4.8 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wykształcenia przedsiębiorców A 178
Tabela 4.9 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wykształcenia przedsiębiorców B 179
Tabela 4.10 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według profilu wykształcenia respondentów 180
Tabela 4.11 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według profilu wykształcenia przedsiębiorców A 180
Tabela 4.12 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według profilu wykształcenia przedsiębiorców B 181
Tabela 4.13 Umiejętność wykorzystywania Internetu w skutecznym pozyskiwaniu źródeł finansowania według wielkości przedsiębiorstwa 182
Tabela 4.14 Umiejętność wykorzystywania Internetu w skutecznym pozyskiwaniu informacji o instytucjach rynku kapitałowego według wielkości przedsiębiorstwa 183
Tabela 4.15 Jednoczynnikowa analiza wariancji w schemacie międzygrupowym 183
Tabela 4.16 Umiejętność stosowana obsługi finansowej on-line w skutecznym pozyskiwaniu źródeł finansowania według wielkości przedsiębiorstwa 184
Tabela 4.17 Umiejętność wykorzystywania Internetu w skutecznym pozyskiwaniu źródeł finansowania według wielkości przedsiębiorstw A 185
Tabela 4.18 Umiejętność wykorzystywania Internetu w skutecznym pozyskiwaniu źródeł finansowania według wielkości przedsiębiorstw B 185
Tabela 4.19 Transakcje bankowe dokonywane przy użyciu Internetu według wielkości przedsiębiorstw A 186
Tabela 4.20 Transakcje bankowe dokonywane przy użyciu Internetu według wielkości przedsiębiorstwa B 186
Tabela 4.21 Występowanie zależności pomiędzy postrzeganiem barier rozwoju a wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego przez respondentów 188
Tabela 4.22 Występowanie zależności pomiędzy postrzeganiem barier a niewykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego przez respondentów 188
Tabela 4.23 Występowanie zależności pomiędzy postrzeganiem barier rozwoju a wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego przez przedsiębiorców A 189
Tabela 4.24 Występowanie zależności pomiędzy postrzeganiem barier rozwoju a wykorzystywaniem instrumentów rynku kapitałowego przez przedsiębiorców B 189
Tabela 4.25 Jednoczynnikowa analiza wariancji w schemacie międzygrupowym dla przedsiębiorstw B 190
Tabela 4.26 Test Tukey'a HSD dla przedsiębiorstw B 191
Tabela 4.27 Relacja kapitału własnego i obcego na starcie według wielkości przedsiębiorstwa 192
Tabela 4.28 Relacja kapitału własnego i obcego na starcie według korzystania i instrumentów rynku kapitałowego 193
Tabela 4.29 Relacja kapitału własnego i obcego na starcie według wielkości przedsiębiorstw A 193
Tabela 4.30 Relacja kapitału własnego i obcego na starcie według wielkości przedsiębiorstw B 194
Tabela 4.31 Gotowość do uczestniczenia w szkoleniach podnoszących wiedzę o źródłach finansowania według wielkości przedsiębiorstwa wśród przedsiębiorców A 195
Tabela 4.32 Gotowość do uczestniczenia w szkoleniach podnoszących wiedzę o źródłach finansowania według wielkości przedsiębiorstwa wśród przedsiębiorców B 196

Tabela 4.33 Gotowość do uczestniczenia w szkoleniach podnoszących wiedzę o źródłach finansowania według wieku przedsiębiorców A 197
Tabela 4.34 Gotowość do uczestniczenia w szkoleniach podnoszących wiedzę o źródłach finansowania według wieku przedsiębiorców B 197
Tabela 4.35 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego przez respondentów według wielkości przedsiębiorstwa 199
Tabela 4.36 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wielkości przedsiębiorstw A 199
Tabela 4.37 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wielkości przedsiębiorstw B 200
Tabela 4.38 Umiejętność identyfikacji instrumentów rynku kapitałowego i funduszy private equity 201
Tabela 4.39 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego przez respondentów według wieku przedsiębiorstwa 202
Tabela 4.40 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wieku przedsiębiorstw A 202
Tabela 4.41 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według wiek przedsiębiorstw B 203
Tabela 4.42 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego przez respondentów według branży 204
Tabela 4.43 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według branży przez przedsiębiorstwa A 204
Tabela 4.44 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według branży przez przedsiębiorstwa B 205
Tabela 4.45 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego przez respondentów według zasięgu rynku zbytu 206
Tabela 4.46 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według zasięgu rynku zbytu przedsiębiorstw A 206
Tabela 4.47 Umiejętność rozróżniania segmentów rynku finansowego według zasięgu rynku zbytu przedsiębiorstw B 207
Tabela 4.48 Przewidywany przez respondentów wzrost wielkości przedsiębiorstw 208
Tabela 4.49 Przewidywany wzrost wielkości przedsiębiorstw A 209
Tabela 4.50 Przewidywany wzrost wielkości przedsiębiorstw B 209
Tabela 4.51 Internacjonalizacja przedsiębiorstw 210
Tabela 4.52 Internacjonalizacja przedsiębiorstw A 211
Tabela 4.53 Internacjonalizacja przedsiębiorstw B 211
Tabela 4.54 Weryfikacja badanych hipotez 213
Tabela 4.55 Umiejętność wykorzystywania Internetu w skutecznym pozyskiwaniu informacji gospodarczych 216
Tabela 4.56 Liczba barier postrzeganych przez przedsiębiorców A i B 218
Tabela 4.57 Umiejętność identyfikacji funduszy private equity 218
Tabela 4.58 Struktura przedsiębiorców deklarujących konieczność podniesienia poziomu wiedzy w zakresie źródeł finansowania [w %] 220
Tabela 4.59 Średnie kwoty, jakie przedsiębiorcy gotowi są przeznaczyć na szkolenia z podziałem na tematy szkoleń [w PLN] 224
Tabela 4.60 Gotowość do ponoszenia nakładów na szkolenia z zakresu giełdy przez przedsiębiorców A 225
Tabela 4.61 Gotowość do ponoszenia nakładów na szkolenia z zakresu giełdy przez przedsiębiorców B 225
Tabela 4.62 Gotowość do ponoszenia nakładów na szkolenia z zakresu private equity przez przedsiębiorców A 225

Tabela 4.63 Gotowość do ponoszenia nakładów na szkolenia z zakresu private equity przez przedsiębiorców B 226

Spis wykresów

Wykres	1.1	Wybrane wskaźniki zaangażowania kapitału w MSP w 2016 roku	30
Wykres	1.2	Struktura MSP według podstawowego obszaru działalności w Polsce w latach 2015 i 2016	
Wykres	1.3	Liczba MSP aktywnych w Polsce w latach 2008-2017 [w tys.]	34
Wykres	1.4	Liczba przedsiębiorstw aktywnych w wybranych krajach UE w 2011[w tys.]	35
Wykres	1.5	Liczba przedsiębiorstw aktywnych w wybranych krajach UE w 2015 [w tys.]	36
Wykres	1.6	Udział MSP w liczbie przedsiębiorstw w Polsce w 2008 roku	37
Wykres	1.7	Udział MSP w liczbie przedsiębiorstw w Polsce w 2013 roku	37
Wykres	1.8	Udział MSP w liczbie przedsiębiorstw w Polsce w 2017 roku	37
Wykres	1.9	Udział małych i średnich przedsiębiorstw w tworzeniu PKB w latach 2012-2015	39
Wykres	1.10	Nakłady inwestycyjne na środki trwałe na jedno przedsiębiorstwo w UE	45
Wykres	1.11	Liczba pracujących i udział aktywnych zawodowo związanych z MSP w latach 2008-2016	49
Wykres	1.12	Różnice w udziale mikroprzedsiębiorstw w Polsce i UE według branż w latach 2012 i 2016	
Wykres	1.13	Udział mikroprzedsiębiorstw prowadzących księgę rachunkową na tle pozostałych możliwych form ewidencji księgowej w latach 2008-2017	56
Wykres	1.14	Liczba przedsiębiorstw niefinansowych i udział mikroprzedsiębiorstw w Polsce i UE	58
Wykres	1.15	Porównanie udziału mikroprzedsiębiorstw w liczbie przedsiębiorstw niefinansowych	59
Wykres	1.16	Udział pracujących na własny rachunek (z wyłączeniem pracodawców) w ogólnej populacji osób aktywnych zawodowo	60
Wykres	1.17	Wybrane bariery rozwoju MSP	67
Wykres	2.1	Szacunkowa zyskowność kredytów udzielonych przedsiębiorstwom w latach 2008-2012	82
Wykres	2.2	Udział szacunkowej zyskowności kredytów udzielonych przedsiębiorstwom w latach 2008-2012	82
Wykres	2.3	Konsekwencje utraty płynności finansowej	84
Wykres	2.4	Poziom wiedzy i stosowanie faktoringu w Polsce	88
Wykres	2.5	Struktura produktów bankowych wykorzystywanych przez MSP redukujących ryzyko w handlu międzynarodowym w Polsce w 2017 roku [w %]	95
Wykres	2.6	Wartości inwestycji private equity w stosunku do PKB w wybranych krajach	103
Wykres	2.7	Tempo obrotów wybranych giełd świata	135
Wykres	2.8	Średni koszt IPO spółek krajowych na Rynku Głównym GPW w stosunku do wartości oferty w latach 2003-2014	137
Wykres	2.9	Tendencja AIM i NewConnect liczby spółek giełdowych w latach 2007-2019 [w%]	142
Wykres	2.10	Udziały liczby notowań na AIM i NeConnect w latach 1999-2019	142
Wykres	3.1	Wyniki badań pilotażowych	147
Wykres	3.2	Zadeklarowany przez badane fundusze średni zwrot z inwestycji zrealizowany w Polsce lub regionie CEE	147
Wykres	3.3	Innowacyjne MSP w podziale na obszar działalności	149
Wykres	3.4	Przedsiębiorstwa nieaktywne innowacyjnie i powody braku wdrożenia innowacji w latach 2014-2016	150
Wykres	3.5	Bariery innowacyjności wskazane przez przedsiębiorstwa nieaktywne innowacyjnie w latach 2014-2016 [w%]	151
Wykres	3.6	Znajomość i ocena zmian wprowadzanych w prawie polskim	152
Wykres	3.7	Struktura przedsiębiorstw według wielkości przedsiębiorstwa	167

Wykres	3.8	Szczegółowa struktura przedsiębiorstw według wielkości przedsiębiorstwa	167
Wykres	4.1	Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku finansowego według	214
Wykres	4.2	Umiejętność rozróżniania instrumentów rynku finansowego według wieku przedsiębiorców	214
Wykres	4.3	Znaczenie profilu wykształcenia respondenta na wykorzystywanie instrumentów rynku kapitałowego	215
Wykres	4.4	Udział liczby barier postrzeganych przez respondentów [w%]	217
Wykres	4.5	Udział liczby barier postrzeganych przez przedsiębiorców A i B [w%]	217
Wykres	4.6	Przewidywany wzrost w przedsiębiorstwach A i B [w %]	219
Wykres	4.7	Struktura przedsiębiorstw A gotowych do pozyskania wiedzy [w %]	221
Wykres	4.8	Struktura przedsiębiorstw B gotowych do pozyskania wiedzy [w %]	221
Wykres	4.9	Udział przedsiębiorców A gotowych uczestniczyć w szkoleniach [w %]	222
Wykres	4.10	Udział przedsiębiorców B gotowych uczestniczyć w szkoleniach [w %]	222
Wykres	4.11	Postawa przedsiębiorców wobec wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego	228
Wykres	4.12	Źródła wiedzy o finansach i ekonomii [w%]	229
Wykres	4.13	Jakiej wiedzy brakuje Polakom [w%]	229

Spis rysunków

Rysunek	1.1	Strefa EUR	33
Rysunek	1.2	Poziom przedsiębiorczości w ujęciu regionalnym w latach 2006 i 2016	42
Rysunek	1.3	Schemat klasycznego podziału innowacji	47
Rysunek	1.4	Główne przyczyny braku wdrażania innowacji w MSP	48
Rysunek	1.5	Struktura zatrudnienia w niefinansowych MSP	52
Rysunek	1.6	Relacje wydajności pracy małych, średnich i dużych przedsiębiorstw w odniesieniu do mikroprzedsiębiorstw	62
Rysunek	2.1	Konwencjonalne i alternatywne źródła finansowania przedsiębiorstw	72
Rysunek	2.2	Wybrane czynniki wewnętrzne i zewnętrzne oraz kryteria finansowania przedsiębiorstw	73
Rysunek	2.3	Formy finansowania przedsiębiorstw	74
Rysunek	2.4	Struktura produktów bankowych stosowanych przez MSP pozwalających redukować ryzyko według formy prawnej aktywności gospodarczej i wykorzystywania produktów [w %]	95
Rysunek	2.5	Konwencjonalne i alternatywne źródła finansowania przedsiębiorstw	98
Rysunek	2.6	Finansowanie private equity według fazy rozwoju przedsiębiorstwa	99
Rysunek	2.7	Cykl życia funduszy private equity /venture capital	100
Rysunek	2.8	Wybrane cechy funduszy private equity /venture capital	101
Rysunek	2.9	Rola funduszy private equity dla przedsiębiorcy i gosodarki	109
Rysunek	2.10	Struktura rynku finansowego w Polsce	113
Rysunek	2.11	Schemat rynku kapitałowego w Polsce	125
Rysunek	2.12	Struktura rynku kapitałowego w Polsce	139
Rysunek	3.1	Wielkopolska i jej znaczenie dla przedsiębiorczości w Polsce	156
Rysunek	3.2	Przychody ze sprzedaży produktów towarów i materiałów I-VI 2018 roku [mld PLN]	157
Rysunek	3.3	Przychody ze sprzedaży produktów towarów i materiałów na eksport I-VI 2018 roku [mld PLN]	157
Rysunek	4.1	Schemat organizacji powiązanych podnoszących poziom wiedzy o instrumentach rynku kapitałowego	227

Spis wzorów

Wzór	1.1	Współczynnik przedsiębiorczości	41
Wzór	1.2	Zyskowność sprzedaży brutto	57
Wzór	3.1	Statystyka testowa według rozkładu χ^2	169
Wzór	3.2	Stopnie swobody testu χ^2	169
Wzór	3.3	Statystyka testowa t	170
Wzór	3.4	Stopnie swobody testu t-Student	170
Wzór	3.5	Statystyka testowa U Manna-Whitneya	171
Wzór	3.6	ANOVA	171
Wzór	3.7	Współczynnik korelacji Pearsona	172

Spis załączników

1. Kwestionariusz ankiety 276

2. Oświadczenie autora rozprawy doktorskiej o udzieleniu licencji 280

3. Oświadczenie autora rozprawy doktorskiej o zgodności wersji elektronicznej z wersją drukowaną 280

Załącznik nr 1

Szanowni Państwo,
Ankieta jest anonimowa. Wyniki badania posłużą wyłącznie celom naukowym. Dziękuję za poświęcony czas i udział.

ANKIETA

Wiek osoby wypełniającej ankietę ☐ Płeć: K ☐ M ☐

Rodzaj wykształcenia: ☐ podstawowe ☐ zawodowe ☐ średnie ☐ wyższe ☐ doktorat/MBA

Profil wykształcenia: ☐ techniczne ☐ ekonomiczne ☐ humanistyczne ☐ ogólne ☐inne……..

Status prawny: ☐właściciel firmy ☐współwłaściciel ☐zatrudniona osoba zarządzająca firmą ☐pracownik

Miejsce zamieszkania: ☐wieś miasto: ☐ do 5 tys. ☐ 5-50 tys. ☐50-150 tys. ☐powyżej 150 tys.

Miejsce pracy: ☐wieś miasto: ☐ do 5 tys. ☐ 5-50 tys. ☐50-150 tys. ☐powyżej 150 tys.

1. Ile lat prowadzą Państwo działalność zarobkową?
   ☐ pracując na umowie o pracę:……. ☐ prowadząc własną działalność gospodarczą:……
   ☐ pracując na stażu:…… ☐ inna forma, jaka?.....
   ☐ wykonując pracę wakacyjną:…… ☐ nie pracuję

2. Jakiego rodzaju umowa Państwa obowiązuje?
   ☐ umowa o pracę ☐ własna działalność gospodarcza ☐ pracuję bez umowy
   ☐ stała, ale na inną umowę: ☐ zlecenia ☐ o dzieło ☐ inny rodzaj umowy, jaki?:……

3. W jakiej branży głównie Państwo działają:
   ☐przemysł ☐budownictwo ☐handel ☐edukacja ☐opieka zdrowotna ☐transport i magazynowanie
   ☐górnictwo i wydobywanie ☐rolnictwo, leśnictwo, rybactwo ☐usługi: jakie?..... ☐górnictwo

Posiadając własną firmę proszę opisać sytuację, jaka miała miejsce w momencie jej otwierania.

4. *Czy rozważają Państwo w przyszłości otwarcie własnej firmy: ☐ TAK ☐ NIE
5. *Czy otwierając własną działalność gospodarczą biorą Państwo pod uwagę równoległą pracę w innym przedsiębiorstwie?

☐Zdecydowanie TAK	☐TAK	☐Raczej TAK	☐Trudno powiedzieć	☐Raczej NIE	☐NIE	☐Zdecydowanie NIE

6. *W przeciągu ilu lat biorą Państwo pod uwagę możliwość otwarcia własnej firmy?.....

7. *Czy rozważają Państwo założenie firmy ze wspólnikiem (rodzina, osoby trzecie)?

☐Zdecydowanie TAK	☐TAK	☐Raczej TAK	☐Trudno powiedzieć	☐Raczej NIE	☐NIE	☐Zdecydowanie NIE

8. *Otwierając nową firmę, jakich spodziewają się Państwo proporcji zaangażowania kapitału na rozwój własnego przedsiębiorstwa?
   kapitał własny ☐ % kapitał obcy ☐ %

9. *Jakie sposoby finansowania działalność przedsiębiorstwa były brane pod uwagę w momencie startu?:
   ☐ własne oszczędności ☐ inny udziałowiec ☐ spadek
   ☐ kapitał rodziców ☐ środki unijne ☐ posag
   ☐ kredyt bankowy ☐ leasing ☐ start-up
   ☐ pożyczka od rodziny / znajomych ☐ inne, jakie? ..... ☐ venture capital

10. Czy biorą Państwo pod uwagę pozyskanie kapitału na rozwój przedsiębiorstwa za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych

☐Zdecydowanie TAK	☐Raczej TAK	☐Trudno powiedzieć	☐Raczej NIE	☐Zdecydowanie NIE	☐Nie znam możliwości, jakie daje giełda

11. Czy biorą Państwo pod uwagę pozyskanie kapitału na rozwój przedsiębiorstwa za pośrednictwem programów Private Equity:

☐Zdecydowanie TAK	☐Raczej TAK	☐Trudno powiedzieć	☐Raczej NIE	☐Zdecydowanie NIE	☐Nie znam możliwości, jakie daje Private Equity

12. Czy biorą Państwo pod uwagę pozyskanie kapitału na rozwój przedsiębiorstwa za pośrednictwem dofinansowania ze środków unijnych:

☐Zdecydowanie TAK ☐Raczej TAK ☐Trudno powiedzieć ☐Raczej NIE ☐Zdecydowanie NIE ☐Nie znam możliwości, jakie daje dofinansowanie z UE

13. Czy biorą Państwo pod uwagę pozyskanie kapitału na rozwój przedsiębiorstwa za pośrednictwem środków publicznych:

☐Zdecydowanie TAK ☐Raczej TAK ☐Trudno powiedzieć ☐Raczej NIE ☐Zdecydowanie NIE ☐Nie znam możliwości jak pozyskać środki publiczne

14. Czy biorą państwo pod uwagę pozyskanie kapitału na rozwój przedsiębiorstwa za pośrednictwem banków:

☐Zdecydowanie TAK ☐Raczej TAK ☐Trudno powiedzieć ☐Raczej NIE ☐Zdecydowanie NIE ☐Nie znam możliwości, jakie daje oferta banków

15. Czy rozróżniają Państwo instrumenty rynku pieniężnego od kapitałowego?
TAK ☐ NIE ☐

16. Czy słyszeli Państwo o możliwościach finansowania własnej przedsiębiorczości takich jak:

Kredyt bankowy	Pożyczka bankowa	Kredyt długo-terminowy	Kredyt krótko-terminowy	Leasing	Kredyt hipoteczny	Kredyt pod zastaw	Kredyt konsumpcyjny	Inne, jakie?

17. Czy słyszeli Państwo o możliwościach finansowania własnej przedsiębiorczości takich jak:

start-up	seed	capital venture	balanced founds	growth capital	buyout	mezzanine	replacement capital	business angels	IPO	New Connect

18. Czy korzystali Państwo z możliwości finansowania takich jak:

Kredyt bankowy	Pożyczka bankowa	Kredyt długo-terminowy	Kredyt krótko-terminowy	Leasing	Kredyt hipoteczny	Kredyt pod zastaw	Kredyt konsumpcyjny	Inne, jakie?

19. Czy korzystali Państwo z możliwości finansowania takich jak:

start-up	seed	capital venture	balanced founds	growth capital	buyout	mezzanine	replacement capital	business angels	IPO	New Connect

20. Czy uważają Państwo, iż do podjęcia decyzji o inwestowaniu potrzebna jest Państwu lepsza znajomość:

☐Giełdy ☐Programów Private Equity ☐Programów unijnych ☐Środków publicznych ☐Banków

21. Czy uczestniczyliby Państwo w szkoleniu, które dotyczy możliwości pozyskania kapitału na rozwój własnej przedsiębiorczości za pośrednictwem:

☐Giełdy ☐Programów Private Equity ☐Programów unijnych ☐Środków publicznych ☐Banków

22. W którym ze szkoleń uczestniczyliby Państwo, gdyby okazało się, że jest płatne, ale mniej niż 500 pln? Dotyczącym:

☐Giełdy ☐Programów Private Equity ☐Programów unijnych ☐Środków publicznych ☐Banków

23. W którym ze szkoleń uczestniczyliby Państwo, gdyby okazało się, że jest płatne, ale więcej niż 500 pln? Dotyczącym

☐Giełdy ☐Programów Private Equity ☐Programów unijnych ☐Środków publicznych ☐Banków

24. Ile według Państwa powinno kosztować szkolenie dotyczące:

Giełdy	Programów Private Equity	Programów unijnych	Środków publicznych	Banków
……zł	……zł	……zł	……zł	……zł

25. Które języki obce Państwo znają i w jakim stopniu?

Nie znam	Język angielski	Język niemiecki	Język hiszpański	Język francuski	Język rosyjski	Język chiński	Inny, jaki? ……
	☐biegle mówię i piszę ☐komunikaty wnie mówię i piszę ☐trudno powiedzieć ☐tylko komunikatyw nie mówię ☐znam podstawowe zwroty	☐biegle mówię i piszę ☐komunikaty wnie mówię i piszę ☐trudno powiedzieć ☐tylko komunikatywn ie mówię ☐znam podstawowe zwroty	☐biegle mówię i piszę ☐komunikaty wnie mówię i piszę ☐trudno powiedzieć ☐tylko komunikatywn ie mówię ☐znam podstawowe zwroty	☐biegle mówię i piszę ☐komunikaty wnie mówię i piszę ☐trudno powiedzieć ☐tylko komunikatywn ie mówię ☐znam podstawowe zwroty	☐biegle mówię i piszę ☐komunikaty wnie mówię i piszę ☐trudno powiedzieć ☐tylko komunikatywn ie mówię ☐znam podstawowe zwroty	☐biegle mówię i piszę ☐komunikaty wnie mówię i piszę ☐trudno powiedzieć ☐tylko komunikatywn ie mówię ☐znam podstawowe zwroty	☐biegle mówię i piszę ☐komunikaty wnie mówię i piszę ☐trudno powiedzieć ☐tylko komunikatywn ie mówię ☐znam podstawowe zwroty

26. Czy wiedzą Państwo gdzie można znaleźć informacje dotyczące firm konsultingowych wspierających i pomagających w założeniu i rozwoju przedsiębiorstwa? TAK ☐ NIE ☐

27. Czy znają Państwo miejsca / instytucje / osoby umożliwiające zdobycie dodatkowego finansowania?
☐Zdecydowanie TAK ☐TAK ☐Raczej TAK ☐Trudno powiedzieć ☐Raczej NIE ☐NIE ☐Zdecydowanie NIE

28. Gdzie udaliby się Państwo w pierwszej kolejności poszukując możliwości dofinansowania:
☐ nie wiem ☐ do banku ☐ poszukam inwestora ☐ gdzie indziej, wymień gdzie?..
……. ……

29. Od których instytucji oczekują Państwo pomocy w prowadzeniu własnej firmy?
☐ nie wiem ☐ Urzędu Skarbowego ☐ PARP-u ☐ GUS-u
☐ od banku ☐ firmy doradztwa finansowego ☐ Urzędu Miasta / Gminy ☐ znajomych
☐inne, jakie?……

30. Które ze stron www o rynku finansowym są Państwu znane:
☐ logowanie do banku ☐ gpw.pl ☐ psik.org.pl ☐ bankier.pl
☐ stat.gov.pl ☐ ipo.pl ☐ knf.gov.pl ☐ money.pl
☐ parp.gov.pl ☐ newconnect.pl ☐inne, jakie?……

31. Ile osób pracuje w firmie, w której Państwo obecnie pracują / są właścicielami?
☐ 0 (samozatrudnienie) ☐ 1-4 ☐ 5-9 ☐10-24 ☐25-49 ☐50-249 ☐pow. 250

32. Jaki jest wiek tego przedsiębiorstwa?
☐ do 1 roku ☐ 1-2 lata ☐ 3-5 lat ☐6-9 lat ☐10-19 lat ☐powyżej 20 lat

33. Czy uważają Państwo, iż doświadczenie zdobyte w trakcie wykonywania jakiejkolwiek pracy przed założeniem własnej firmy okazuje się najbardziej pomocne w momencie otwierania własnego biznesu?
☐Zdecydowanie TAK ☐Raczej TAK ☐Trudno powiedzieć ☐Raczej NIE ☐Zdecydowanie NIE

34. W jakim zakresie doświadczenie zdobyte w trakcie wykonywania jakiejkolwiek pracy przed założeniem własnej firmy okazuje się najbardziej pomocne w momencie otwierania własnego biznesu?
☐ zarządzaniu firmą ☐ zarządzaniu ludźmi ☐ odpowiedzialności społecznej
☐ prowadzeniu księgowości ☐ w negocjacjach ☐ praca za granicą
☐ szukaniu źródeł finansowania ☐ w żadnym ☐ inne, jakie?……

35. O jakim zasięgu jest przedsiębiorstwo, w którym obecnie Państwo pracują?
☐ lokalnym ☐ regionalnym ☐ krajowym ☐ międzynarodowym ☐((1 państwo) ☐ międzynarodowym ☐((więcej państw) ile?…… ☐globalnym ☐((inny kontynent)

36. Rozwijając własną firmę, docelowo o jakim zasięgu chcieliby Państwo aby była to firma?
☐ lokalnym ☐ regionalnym ☐ krajowym ☐ międzynarodowym ☐((1 państwo) ☐ międzynarodowym ☐(więcej państw) ile?..... ☐globalnym ☐((inny kontynent)

37. Ile osób chcieliby Państwo docelowo zatrudniać we własnym przedsiębiorstwie?
☐ 0 (samozatrudnienie) ☐ 1 - 4 ☐ 5 - 9 ☐ 10 - 19 ☐ 20 - 49 ☐ 50-249 ☐ pow. 250

38. Jakiego rodzaju umowę Państwo preferują w momencie brania pod uwagę zatrudnienie nowego pracownika?
☐o pracę ☐zlecenia ☐o dzieło ☐samozatrudnienia ☐bez umowy ☐inny rodzaj umowy, jaki? …….

39. W jakiej branży działa / miałoby działać państwa przedsiębiorstwo?
☐przemysł ☐budownictwo ☐handel ☐edukacja ☐opieka zdrowotna ☐transport i magazynowanie
☐górnictwo i wydobywanie ☐rolnictwo, leśnictwo, rybactwo ☐usługi: jakie?.....

40. Jakie mogą pojawić się według Państwa bariery w momencie zakładania/rozwoju firmy?
☐ finansowe ☐ znalezienie odpowiednich pracowników ☐ konkurencja
☐rejestracyjne ☐ znalezienie odpowiedniej lokalizacji ☐ poszukiwanie kontrahentów
☐administracyjne ☐brak wystarczających kwalifikacji i kompetencji ☐ poszukiwanie rynku zbytu
☐ prawne ☐inne, jakie?..... ☐ żadne

41. Jakie główne motywy skłoniły /-by Państwa do założenia własnej firmy?
☐ potrzeba osiągnięć i samorealizacji
☐ chęć usamodzielnienia
☐ bezrobocie lub jego groźba
☐ wyższe dochody / poprawa statusu materialnego
☐ skłonność do ryzyka
☐ korzystne rozwiązania fiskalne
☐ członkostwo Polski w UE
☐ wsparcie organizacji publicznych
☐ przykład rodziców
☐ przykład innych członków rodziny
☐ przykład znajomych
☐ korzystna sytuacja na rynku
☐ inne, jakie? .....
.....

42. Czy według Państwa przedsiębiorca to osoba o wyjątkowych cechach?
☐Zdecydowanie TAK ☐Raczej TAK ☐Trudno powiedzieć ☐Raczej NIE ☐Zdecydowanie NIE

Jakich?
.....
.....

** Proszę o odpowiedź tych z Państwa, którzy już prowadzą własną firmę.

43. **Jak wyglądają obecnie proporcje zaangażowania kapitału w przedsiębiorstwie:
kapitał własny [ ]% kapitał obcy [ ]%

44. **Co zachęciłoby Państwa do korzystania z narzędzi rynku Private Equity lub możliwości pozyskiwania kapitału na rozwój za pośrednictwem giełdy?
☐ nie wiem, ponieważ nie znam narzędzi tych rynków ☐ nic – nigdy nie oddam udziałów własnej firmy
☐ uważam, że dobrym rozwiązaniem będzie:
.....
.....
.....
.....

45. Czy uważają Państwo, iż potrzebne jest szersze i powszechniejsze udostępnianie wiedzy o narzędziach i możliwościach rynku kapitałowego?
TAK [ ] NIE [ ]

46.Czy Rząd powinien podjąć działania aby poprzez organy państwowe udostępniać Państwu materiały umożliwiające lepsze poznanie możliwości finansowania przedsiębiorstw za pośrednictwem rynku kapitałowego?
TAK [ ] NIE [ ]

47. Jakie są Państwa propozycje, które uważają Państwo za niezbędne aby móc pozyskiwać finansowanie na rozwój własnej przedsiębiorczości za pośrednictwem rynku kapitałowego?

.....
.....
.....
.....

Załącznik nr 2

Załącznik nr 1 do Zarządzenia Nr 20
Rektora PP z dnia 10 czerwca 2013 r. (RO/VI/20/2013)

Oświadczenie autora rozprawy doktorskiej o udzieleniu licencji

Imię i nazwisko autora	**Joanna Małecka**
Imię i nazwisko promotora	**Teresa Łuczka**
Wydział	**Inżynierii Zarządzania**
Tytuł rozprawy doktorskiej	**"Wykorzystywanie instrumentów rynku kapitałowego w zarządzaniu finanasami mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce"**

Oświadczam, że:

1. Udzielam Politechnice Poznańskiej nieodpłatnej licencji niewyłącznej na umieszczenie wersji elektronicznej ww. pracy w Repozytorium Naukowym Politechniki Poznańskiej, funkcjonującym na podstawie Zarządzenia Nr 19 Rektora Politechniki Poznańskiej z dnia 10 czerwca 2013 r. w sprawie zasad gromadzenia, opracowania, udostępniania i archiwizowania utworów deponowanych w Repozytorium Naukowym Politechniki Poznańskiej (RO/VI/19/2013).
2. Udzielam Politechnice Poznańskiej nieodpłatnej licencji niewyłącznej do korzystania z pracy bez ograniczeń czasowych i terytorialnych na następujących polach eksploatacji:
   a) zwielokrotniania utworu na innych nośnikach,
   b) jego rozpowszechnienia w Internecie.

Poznań, dnia 01 kwietnia 2019 r. .....
podpis

Załącznik nr 3

Załącznik nr 1 do Zarządzenia Nr 20
Rektora PP z dnia 10 czerwca 2013 r. (RO/VI/20/2013)

Oświadczenie autora rozprawy doktorskiej
o zgodności wersji elektronicznej z wersją drukowaną

Potwierdzam, że rozprawa doktorska

Pana/Pani **Joanny Małeckiej**

pt. **"Wykorzystywanie instrumentów rynku kapitałowego w zarządzaniu finansami mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce"**

w załączonej wersji elektronicznej jest zgodna z wersją drukowaną tej rozprawy.

Poznań, dnia 01 kwietnia 2019 r. .....
podpis

Streszczenie

Przedsiębiorczość to zorganizowany proces, polegający na wykorzystywaniu innowacyjnych pomysłów i pojawiających się okazji rynkowych, w warunkach uwzględniających turbulentne otoczenie gospodarcze, w którym mimo istnienia elementu niepewności, występuje skłonność do podejmowania ryzyka i optymalizacji szans rynkowych. Osoby, których działania nacechowane są takim postępowaniem, uznawane są za przedsiębiorcze, a ich funkcjonowanie, wykazujące aktywność gospodarczą zazwyczaj stanowi czynnik, sprzyjający rozwojowi gospodarek krajowych, a w miarę wzrostu ich internacjonalizacji i gospodarki świata.

Początki takiego funkcjonowania zazwyczaj zaczynają się od mikro skali, pierwszych kroków stawianych samodzielnie przez przedsiębiorców, starających się optymalizować działania własne, celem maksymalizacji zysków. Jednakże każdy rodzaj ekonomicznej aktywności, bez względu na posiadane kompetencje i kwalifikacje właścicieli, a także kontekst prawny, administracyjny czy legislacyjny, potrzebuje do rozwoju efektywnego źródła finansowania. Mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa, mimo, iż wytwarzają blisko 50% PKB i tworzą 2/3 miejsc na rynku pracy, nadal napotykają na ograniczone możliwości pozyskiwania kapitału na rozwój, dlatego w pierwszej kolejności korzystają ze środków własnych, następnie – mimo zjawiska dyskryminacji kredytowej - z kredytów i pożyczek bankowych, zatem rozwiązań z rynku pieniężnego. Kwestia finansowania należy do ważnych determinant ich rozwoju, szeroko omawianych w literaturze przedmiotu. Nabiera jednak innej perspektywy, gdy procesy finansowania, zaczynają być rozważane przez pryzmat mający miejsce w przedsiębiorstwach, o rozpoznawalnych dzisiaj brendach na rynku globalnym, takich jak Apple, Hewlett Packard, Facebook, Google czy Uber. Wówczas formy alternatywnego inwestowania, wykorzystywania funduszy private equity, venture capital i samych start-upów nabierają nowego znaczenia, stając się niewyobrażalną możliwością osiągnięcia sukcesu finansowego, poprzez wykorzystanie źródła finansowania instrumentami rynku kapitałowego. Obecnie, podmioty te działając globalnie, dzięki przeprowadzonej pierwszej ofercie publicznej (IPO), wyznaczają kierunki rozwoju swoim branżom, wpływając bezpośrednio na współczynniki notowań poszczególnych giełd świata.

Dlaczego zatem mimo istnienia w Polsce Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), która jest obecnie nazywana największą i najdynamiczniej rozwijającą się w Europie Środkowej i Wschodniej (CEE), a także bardzo szerokiej ofercie funduszy private equity, które dzięki ratingom Polski, często dedykowane są tylko temu regionowi Europy, proponowane

przez nie instrumenty, nie są w pełni wykorzystywane przez zarządzających mikro, małymi i średnimi przedsiębiorstwami?

Celem głównym dysertacji o charakterze poznawczym jest próba zbadania zmian zachodzących wśród przedsiębiorców i postrzegania przez nich możliwości oferowanych przez instytucje rynku kapitałowego, jako potencjalnego źródła pozyskiwania finansowania własnej przedsiębiorczości oraz ich wiedzy w tym zakresie, determinującej kształtowanie strategii finansowych przedsiębiorstw, a także próba określenia trendów i zachodzących tendencji wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego w zarządzaniu finansami mikro, małych i średnich przedsiębiorstw.

Celem utylitarnym dysertacji - na podstawie przeprowadzonych badań – jest wskazanie i rekomendacja bardziej skutecznego i efektywnego wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego przez mikro, małych i średnich przedsiębiorców oraz upowszechnienie wiedzy o możliwościach pozyskiwania skutecznego źródła finansowania wśród właścicieli przedsiębiorstw, a także decydentów formułujących cele polityki państwa i władz samorządowych na rzecz przedsiębiorstw tej wielkości w Polsce. Czyli chodzi o sformułowanie i opracowanie zależności będących celem realizacji pracy: określenia roli i barier dostępu MSP do rynku kapitałowego w Polsce.

Badania własne prowadzone w tym zakresie wykazują, iż zasadniczy problem stanowi poziom wiedzy posiadany nie tylko przez samych właścicieli przedsiębiorstw, ale przez całe społeczeństwo polskie. Aspekt ten prowadzi do wniosku, iż słuszną wydaje się polityka Komisji Europejskiej „rozbudzania ducha przedsiębiorczości przez edukację i kształcenie" z 2006 roku, która nawet nie sugeruje a wręcz propaguje nauczanie przedsiębiorczości na wszystkich szczeblach edukacji (od poziomu elementarnego po studia doktoranckie) – tym bardziej w dobie przedsiębiorczego społeczeństwa (entrepreneurial socjety) i gospodarki opartej na wiedzy (knowladge-base economy). Od 2013 roku istnieje również „plan działania na rzecz wsparcia przedsiębiorczości 2020" (Entrepreneurship 2020 Action Plan), zgodnie z którym, inwestowanie w nauczanie przedsiębiorczości, ma być dokonywane przy oparciu na trzech założeniach: (1) rozwoju przedsiębiorczości edukacji i szkoleń, (2) stworzenia środowiska biznesu przyjaznego przedsiębiorczości, (3) zapewnieniu wzorców i docierania do grup mniej aktywnych, co – zgodnie z założeniami - powinno zapewnić Europie najwyższy wskaźnik z inwestycji w tym zakresie, jaki kontynent ten mógłby osiągnąć.

Badania własne prowadzone w zakresie wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego przez mikro, małych i średnich przedsiębiorców, wykazały, iż wiedza na temat instrumentów tego rynku jest mniej niż wystarczająca. Rynek finansowy i kapitałowy są traktowane jak synonimy, a same nazwy większości instrumentów rynku kapitałowego, często słyszane po raz pierwszy, brzmiały dla respondentów niezrozumiale i skomplikowanie. Mentalność mikroprzedsiębiorcy i model jednowładzy determinują ich rozwój oraz warunkują dywersyfikację portfeli finansowych, co implikuje kolejny element, z którym mierzą się polskie przedsiębiorstwa - sukcesję, wskazaną jako jeden z elementów ograniczający możliwości zarządcze wyboru źródła finansowania.

Zbadano uwarunkowania i przeanalizowano zależności występujące pomiędzy przedsiębiorstwami korzystającymi z rozwiązań finansowych rynku kapitałowego i tymi, których aktywność finansowa ogranicza się do oferty rynku pieniężnego. Wartość całej próby badawczej przeprowadzonej jw. latach 2016 – 2018 wynosi N=600, z czego połowa dotyczy przedsiębiorstw, a reszta stanowi wartość próby kontrolnej. Rozważaniom i analizom zostały poddane takie cechy wewnętrznych uwarunkowań wyboru źródeł finansowania jak: wiek, wielkość, profil i zasięg działalności, zaangażowanie kapitału własnego w otwarcie nowego przedsiębiorstwa, poziom wykorzystywania Internetu w pozyskiwaniu źródeł finansowania, a także inklinacje poziomu wykształcenia i jego profilu, oraz zależności przyszłego kierunku rozwoju przedsiębiorstwa a wykorzystywania instrumentów rynku kapitałowego.

Uzyskane wyniki badań zaprezentowano w postaci tabel, grafów i rysunków, obrazujących zaobserwowane zależności, wpływ udziałów i możliwe do określenia trendy. Weryfikacja postawionych w dysertacji hipotez badawczych została przeprowadzona przy użyciu narzędzi analizy matematycznej i wykorzystaniu zależności stochastycznych, umożliwiających zbadanie poziomów istotności analizowanych zagadnień.

Abstract

Entrepreneurship is an organised process that involves making good use of innovative ideas and market opportunities while taking into account the turbulent economic environment, which, despite an element of uncertainty, does not depress the willingness to take risks and optimise business possibilities. People who display such behaviours are considered entrepreneurial, and their productive activity is usually a factor that fosters the development of national economies and, as their businesses go international, also of the global economy.

They usually begin with operating on a micro scale and then gradually work towards optimisation of their independent venture to maximise profits. However, any type of economic activity, regardless of the competencies and qualifications of the owner, as well as the legislative or administrative environment, requires an effective source of financing for it to grow. Micro, small and medium-sized enterprises, despite generating nearly 50% of GDP and creating two-thirds of all jobs on the labour market, continue to face limited possibilities of raising capital, which is why they use their own funds in the first place, followed by – in spite of credit discrimination – bank credit and loans, which are money market solutions. The issue of financing has always been the main determinant of their growth. A new perspective is gained, however, when the financing process is considered through the prism of globally recognised brands such as Apple, Hewlett Packard, Facebook, Google or Uber. Forms of alternative investment, the use of private equity funds and venture capital funds, and start-ups themselves take on a new meaning, becoming an incredible opportunity to achieve financial success by using capital market instruments as the source of financing. Those are now global corporations with a successful IPO behind them, setting the directions of development for their respective industries and directly influencing the indexes of stock exchanges around the world.

Why, then, despite the existence of the Warsaw Stock Exchange (WSE) in Poland, which is currently considered the largest and most dynamically developing stock exchange in Central and Eastern Europe (CEE), and a very extensive private equity fund offering, which is often dedicated exclusively to this region of Europe because of Poland's ratings, the instruments they propose are not fully exploited by the managers of micro, small and medium-sized enterprises?

The main objective of this exploratory dissertation is to examine the changes occurring among entrepreneurs and their perception of the opportunities offered by capital market institutions as a potential source of financing, including their knowledge that shapes their corporate financial strategies, as well as to identify the trends and developments in the use of

capital market instruments in the financial management of micro, small and medium-sized enterprises.

The utilitarian objective of the dissertation – based on the research conducted – is to identify and present more effective and efficient use of capital market instruments by micro, small and medium entrepreneurs and to disseminate knowledge about the possibilities of obtaining an effective source of financing among business owners, as well as decision makers formulating the policy objectives of the state and self-government authorities for enterprises of this size in Poland. It is about formulating and developing dependencies that are the goal of the work: relating to the role of SMEs and the barriers to accessing the Polish capital market they face.

Own research in this field shows that the basic problem is the level of knowledge possessed not only by the owners of enterprises, but by the entire Polish society. This leads to the conclusion that the European Commission's 2006 policy of "fostering entrepreneurial mindsets through education and learning" seems to be right, as it does not merely suggest, but, in fact, promotes entrepreneurship education at all levels (from elementary to post-graduate), especially that we live in an era of entrepreneurial society and knowledge-based economy. Moreover, the Entrepreneurship 2020 Action Plan has been in place since 2013, according to which investing in entrepreneurship education is to be based on three assumptions: (1) development of entrepreneurship education and training, (2)) creating an entrepreneurship-friendly business environment, and (3) providing patterns and reaching out to less active groups, which should hopefully provide Europe with the highest rate of investment in this area which this continent could achieve.

Own research on the use of capital market instruments by micro, small and medium-sized enterprises has showed that the knowledge of this area is insufficient. The financial and the capital market are treated as synonyms, and the very names of most capital market instruments sounded incomprehensible and complicated to the respondents, who in many cases had never heard of them before. Micro-entrepreneurial mentality and a pattern of single-handed management are the main determinants of SME development and condition the diversification of their financial portfolios, which, in turn, implies another issue faced by Polish enterprises – succession, which has been indicated as one of the elements limiting the management's options of selecting the source of financing.

The background factors and the dependencies between businesses using financial solutions of the capital market and those whose financing activity is limited to the money market offering

were analysed. The research sample totalled N=600, of which half were enterprises and half was a control sample. Internal factors influencing the choice of financing sources, such as duration, size, profile and scope of activity, involvement of own capital in the establishment of a new enterprise, level of Internet use in obtaining sources of financing, as well as the level and profile of education and the dependence between future direction of enterprise development and the use of capital market instruments, were considered and analysed.

The results were presented in the form of tables, graphs and figures to illustrate the observed relationships, shares, and trends. The research hypotheses put forward in the dissertation were verified with the use of mathematical analysis tools and stochastic relationships, thus enabling examination of the levels of significance of the issues analysed.