

Joanna Duda

AGH Akademia Górniczo-Hutnicza w Krakowie
e-mail: aduda@zarz.agh.edu.pl

**FINANSOWANIE DZIAŁALNOŚCI INNOWACYJNYCH
MMSP – W KONTEKŚCIE TEORII WYBORU
KOLEJNOŚCI ŹRÓDEŁ FINANSOWANIA
I TEORII FINANSOWANIA CYKLU WZROSTU**

**FINANCING OF INNOVATIVE ACTIVITIES
OF SMES IN THE CONTEXT OF THE PECKING
ORDER THEORY AND THE FINANCIAL GROWTH
CYCLE THEORY**

DOI: 10.15611/noz.2016.1.02

Streszczenie: Artykuł porusza tematykę finansowania działań innowacyjnych w polskim sektorze MMSP. W literaturze przedmiotu jest prac z tego zakresu, jednak większość dotyczy kosztów pozyskania kapitału, barier i problemów związanych z pozyskaniem kapitału dla sektora MMSP lub poszukuje optymalnej struktury finansowania. Natomiast celem tego artykułu jest zbadanie stopnia aktywności innowacyjnej i określenie źródeł finansowania innowacyjnych inwestycji przez polskie MMSP w kontekście zaprezentowanych teorii: wyboru kolejności źródeł finansowania (*pecking order theory*) i teorii finansowania cyklu wzrostu (*the financial growth cycle*). Aby osiągnąć cel, posłużono się wynikami pochodzącymi z badań wtórnych, głównie raportów opublikowanych przez Ministerstwo Gospodarki Departament Prognoz i Analiz Rynku oraz Polską Konfederację Pracodawców Prywatnych „Lewiatan”. Wyniki polskich badań odniesiono do badań przeprowadzonych w niemieckich MMSP w celu porównania struktury kapitału wykorzystywanego na finansowania innowacyjnych inwestycji. Istotą artykułu jest próba odpowiedzi na pytanie, czy struktura kapitału jest zależna od stopnia innowacyjności przedsiębiorstw. Określono zatem stopień aktywności innowacyjnej polskich MMSP z podziałem na wielkość przedsiębiorstw i typowe źródła finansowania inwestycji charakterystyczne dla każdej z tych grup przedsiębiorstw. Otrzymane wyniki badań porównano z wynikami badań przeprowadzonych w niemieckim sektorze MMSP i odniesiono do wymienionych teorii.

Słowa kluczowe: MMSP, innowacje, źródła finansowania, teoria wyboru kolejności źródeł finansowania, teoria finansowania cyklu wzrostu.

Summary: The paper raises the subject of financing innovative activities in the Polish SME sector. In the literature a lot of work in this field can be found, but most of them concern the cost of capital and barriers and problems in raising capital for the SME sector or look for an optimal financing structure. However, the purpose of this paper is to identify the sources of

funding for innovative investments by Polish SMEs in the context of the presented theories: choose the order of financing sources (pecking order theory) and the theory of the growth cycle of funding (financial growth cycle). In order to achieve this ambitious objective, the results derived from secondary research, primarily reports published by the Ministry of Economic Forecasting Department of Market and the Polish Confederation of Private Employers "Lewiatan" were used. The results for Polish SMEs were then related to the research studies conducted in German SMEs, in order to compare the structure of capital used to finance innovative investments. The essence of this paper is to answer the question whether the structure of capital is dependent on the degree of innovation of enterprises. Therefore, the degree of innovativeness of Polish SMEs broken down by the size of enterprise and set out common sources of financing, specific to each of these groups of companies. The obtained results of the research were finally referred to the mentioned theories.

Keywords: SME, innovation, financing sources, pecking order theory, financial growth cycle.

*Innowacyjne firmy rozwijają
innowacyjne rynki,
druzgoczą strukturę istniejącego
ryнку i niszczą źródło dochodów
poprzedniej innowacyjnej firmy.*

David Audretsch i Eric Bartelsman

1. Wstęp

Innowacje są podstawą rozwoju nie tylko przedsiębiorstw, ale także całych gospodarek. We współczesnych gospodarkach coraz większą rolę odgrywa sektor mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw (MMSP), który powinien się angażować w innowacyjne projekty. Jednak realizowanie takich projektów, oprócz wiedzy, wymaga także zaangażowania odpowiednich środków finansowych.

Problematyka finansowania działalności innowacyjnej mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw jest bardzo często tematem publikacji. To z jednej strony pokazuje powagę i zasadność tematu, a z drugiej strony wciąż pozostają zagadnienia, które wymagają dalszych prac badawczych.

Celem tego artykułu jest zbadanie stopnia aktywności innowacyjnej oraz określenie źródeł finansowania innowacyjnych inwestycji przez polskie MMSP w kontekście zaprezentowanych teorii: wyboru kolejności źródeł finansowania (*pecking order theory*) i finansowania cyklu wzrostu (*the financial growth cycle*). Określono również dwa cele cząstkowe: porównanie źródeł finansowania polskich i niemieckich MMSP oraz sprawdzenie, czy niemieckie MMSP finansują inwestycje zgodnie z wyżej wymienionymi teoriami.

W artykule najpierw przedstawiono dyskusję nad zasadnością stosowania teorii wyboru kolejności źródeł finansowania (*pecking order theory*) oraz teorii finansowania cyklu wzrost (*the financial growth cycle*) w kontekście przedsiębiorstw MMSP. Ze względu na to, że w wielu publikacjach [*Innovation Union Scoreboard... 2013*]

podawane są wyniki badań na temat wysokiego stopnia innowacyjności gospodarki i przedsiębiorstw niemieckich, w dalszej części tekstu przedstawiono wyniki badań przeprowadzonych w Niemczech przez Detleva Hummela i Borisa Karchera [Hummel, Karcher, Schulz 2013, s. 471-503]. Mają one posłużyć jako punkt odniesienia dla badań prowadzonych w polskim sektorze MMSP, których wyniki i ich analiza są zawarte w dalszej części artykułu. Konkluzje i weryfikację hipotez zawarto we wnioskach.

2. Finansowanie działalności przedsiębiorstw MMSP w ujęciu teoretycznym

Finansowanie działalności innowacyjnej przedsiębiorstw jest przedmiotem wielu badań i analiz. Najczęściej autorzy w swoich pracach starają się znaleźć optymalną strukturę finansowania przedsiębiorstw innowacyjnych (np. [Nelson 1959, s. 297-306; Arrow 1962, s. 609-625]). Ułomne rynki kapitałowe oraz niesymetryczne rozmieszczenie informacji mają bardzo duży wpływ na możliwości pozyskania kapitału i tym samym – i na decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw. Jedną z istotnych barier pozyskania kapitału, na którą zwracają uwagę Meyer i Kuh oraz Myers i Majluf, jest wysoki koszt jego pozyskania [Meyer, Kuh 1957; Myers, Majluf 1984, s. 187-221].

Problem wysokich kosztów pozyskania kapitału na inwestycje lub brak możliwości pozyskania kapitału jest szczególnie istotny w sektorze przedsiębiorstw mikro, małych i średnich. Jednym z powodów, dla których banki niechętnie finansują te podmioty, jest brak historii kredytowej, brak zabezpieczeń kredytów, krótki czas funkcjonowania przedsiębiorstw na rynku, a także wzrost monitorowania kosztów obsługi tych klientów, co przekłada się na duży stopień ryzyka obsługi tych przedmiotów przez banki. To powoduje bardzo duże utrudnienia w dostępie do obcych źródeł finansowania.

W związku z tym kapitał obcy wydaje się optymalnym źródłem finansowania, ale po wcześniejszym wyczerpaniu wewnętrznych zasobów kapitału, o czym mówi teoria wyboru kolejności źródeł finansowania (*pecking order theory*) [Meyer, Kuh 1957; Myers, Majluf 1984, s. 187-221]. Według niej „przedsiębiorstwa preferują wewnętrzne sposoby finansowania. W pierwszej kolejności korzystają z kapitałów własnych, w tym zysków zatrzymanych, oraz sprzedają zbywalne papiery wartościowe ze swojego portfela. Jeżeli konieczne jest finansowanie z zewnątrz, firma wybiera najpierw finansowanie długiem. Jeżeli dalsze finansowanie będzie konieczne, przedsiębiorstwo będzie kierować się „porządkiem dziobania” – w pierwszej kolejności wyemituje bezpieczny, później obciążony większym ryzykiem dług, a następnie obligacje zamienne, akcje uprzywilejowane oraz akcje zwykłe. Najmniej pożądanym instrumentem finansowania są „anioły biznesu” – hierarchia ta wywodzi się z kosztów poszczególnych *venture capital* źródeł finansowania [Meyer, Kuh 1957; Myers, Majluf 1984, s. 187-221].

Z kolei teoria finansowania cyklu wzrostu (*the financial growth cycle*) [Berger, Udell 1998, s. 613-673] opiera się na analogii pomiędzy teorią ewolucji a światem biznesu, zgodnie z którą „przedsiębiorstwa, podobnie do istot żywych, przechodzą przez cykl życia organizacji, począwszy od urodzenia do śmierci (upadłości)”.

W związku z tym potrzeba i dostęp do kapitału jest zależny od określonego etapu rozwoju przedsiębiorstwa w danym momencie i tym samym – od jego wieku, wielkości oraz dostępności i przejrzystości informacji dla potencjalnych instytucji finansowych. Zgodnie z tą teorią młode przedsiębiorstwa, ze względu na wiek oraz problem nieprzejrzystości informacji, muszą w pierwszej fazie cyklu życia organizacji finansować się z kapitałów własnych (jak np.: własne zasoby finansowe, rodzina, przyjaciele). W trakcie rozwoju i przechodzenia przez kolejne fazy cyklu życia wzrastają szanse na pozyskanie kapitału obcego średnio- i długoterminowego. W późniejszej fazie cyklu życia organizacji, kiedy przedsiębiorstwo ma już historię kredytową, odpowiednie zabezpieczenie potencjalnych kredytów, większe doświadczenie w prowadzeniu biznesu, podmioty te stają się bardziej przejrzyste dla banków, co przekłada się na mniejsze ryzyko ich obsługi przez banki i wzrost możliwości pozyskania kapitałów obcych. Berger i Udell [Berger, Udell 1998, s. 613-673; Berger, Udell 1995, s. 351-381] postulują, że wykorzystanie różnych instrumentów finansowych zależy od rzeczywistej sytuacji firmy, głównie: wieku, wielkości i dostępności informacji.

Powyżej zaprezentowane teorie: teoria wyboru kolejności źródeł finansowania (*pecking order theory*) i teoria finansowania cyklu wzrostu finansowego (*the financial growth cycle*), zostały oparte na założeniach o różnej dostępności do informacji [Jensen, Meckling 1976, s. 305-360; KfW 2007] Teoria finansowania cyklu wzrostu finansowego była projektowana dla MMSP, a podstawowy model teorii kolejności wyboru źródeł finansowania (*pecking order theory*) stworzonej przez Myersa i Majlufa [1984, s. 187-221] był opracowany dla spółek giełdowych. Dlatego też Norton [1990, s. 229-245] zakwestionował stosowanie tych samych podejść do przedsiębiorstw z sektora MMSP i do dużych przedsiębiorstw. W zakresie dostępności przedsiębiorstw do źródeł finansowania duże przedsiębiorstwa oraz mikro-, małe i średnie różnią się diametralnie [Walker, Petty 1978, s. 61-68]. Ostatecznie jednak teorię wyboru kolejności źródeł finansowania (*pecking order theory*) zastosowano do MMSP, a jej założenia zostały empirycznie zbadane przez Bergera i Udella oraz Berggrena i innych [Berger, Udell 1995, s. 351-381; Berggren, Olofsson, Silver 2000, s. 233-242].

Brak dostępu do przejrzystych informacji o przedsiębiorstwach dla inwestorów jest w tym kontekście jednym z najbardziej decydujących czynników w finansowaniu MMSP. W przypadku firm innowacyjnych ta asymetria informacji jest szczególnie akcentowana, a zwłaszcza jej negatywny wpływ na możliwość pozyskania kapitału [Chittenden, Hall, Hutchinson 1996, s. 59-67]. W literaturze istnieje ogólne przekonanie, że MMSP przy wyborze źródeł finansowania kierują się również zachowaniem niezależności. To częściowo wyjaśnia, dlaczego MMSP chętniej korzy-

stają z kapitałów własnych niż obcych. Zdaniem Oakeya, Hyytinen i Pajarinen [Oakey 1984; Hyytinen, Pajarinen 2002] innowacyjne MMSP, podobnie jak umiarkowane i mało innowacyjne, mają skłonność do wyboru wewnętrznych, a nie zewnętrznych źródeł kapitału. Badania dowodzą, że innowacyjne MMSP skłonne są do korzystania z *equity capital*. Te ustalenia wydają się wiarygodne, ponieważ inwestorzy *private equity* są bardziej przystosowani do pokonywania nieprzejrzystych informacji i tym samym dostawcy tego kapitału są bardziej skłonni do zainwestowania kapitału w taką firmę [Gompers, Lerner 2003]. W związku z tym badania empiryczne wykazują, że firmy, które intensywnie prowadzą badania i inwestują w rozwój, posiadają więcej patentów, mają mniejszy odsetek rzeczowych aktywów trwałych i wysoko wykwalifikowany personel, napotykać na mniejsze problemy z dostępem do pozyskania zewnętrznych źródeł kapitału.

Badanie przeprowadzone przez Bozkayę i De La Potterie [2008, s. 97-122] potwierdza implikację teorii kolejności wyboru źródeł finansowania (*pecking order theory*), jak również teorii finansowania cyklu wzrostu (*the financial growth cycle*). Z drugiej strony krytycy uważają, że paradygmat teorii finansowania cyklu wzrostu ma metodologiczne słabości, ponieważ używane kryteria nie są selektywne. Ponadto dyskusyjne jest powiązanie faz cyklu życia organizacji z jej wielkością. Jednak Berger i Udell [1998, s. 662] uznają te słabości i odpowiadają tej krytyce, przyznając, że teoria finansowania cyklu wzrostu reprezentuje model opisowy, który odpowiada MMSP, a nie teorii ogólnego zastosowania. W związku z tym koncepcja finansowania cyklu wzrostu powinna być interpretowana jako model przydatny i użyteczny, a nie jako teoria sama w sobie.

3. Metodyka badań

Wyniki badań empirycznych na temat polskiego sektora mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw (MMSP) pochodzą z badań wtórnych. Głównie wykorzystano dane zgromadzone w raportach opublikowanych przez Ministerstwo Gospodarki Departament Prognoz i Analiz Rynku oraz Polską Konfederację Pracodawców Prywatnych „Lewiatan”.

Ministerstwo Gospodarki Departament Prognoz i Analiz Rynku wykonuje cykliczne badania, począwszy od roku 1998. Są one prowadzone dwa razy do roku, ostatnie wykonano w okresie od marca do kwietnia 2015 r. Ze zbioru REGON wylosowano 6000 przedsiębiorstw z sektora MMSP. Otrzymano zwrot na poziomie 15% prawidłowo wypełnionych kwestionariuszy ankiet. Dominujące w próbie są mikroprzedsiębiorstwa; stanowią one 87,3% wszystkich badanych podmiotów. Firmy małe stanowiły 8,5%, a średnie 4,2% badanych. Największą część stanowiły firmy jednoosobowe, niezatrudniające żadnych pracowników (56% badanych). Próba jest reprezentatywna, gdyż została dobrana w sposób losowy z całej populacji MMSP, a dodatkowo odzwierciedla rzeczywistą strukturę badanej populacji.

Również Polska Konfederacja Pracodawców Prywatnych „Lewiatan” prowadzi każdego roku cykliczne badania w formie kwestionariusza ankietowego w polskich MMSP. Próba badawcza obejmuje 1650 przedsiębiorstw każdego roku. Przedsiębiorstwa do próby badawczej zostają dobrane zgodnie z obowiązującymi regulami statystycznymi, co powoduje, że otrzymane wyniki badań są wiarygodne i mogą stanowić podstawę do wnioskowania o sektorze MMSP w Polsce.

Klasyfikacja zarówno polskich, jak i niemieckich mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw została przeprowadzona według tych samych unijnych standardów. Bierze ona pod uwagę liczbę pracowników podlegających obowiązkowym ubezpieczeniom społecznym i wielkość obrotów, ale nie uwzględnia sumy aktywów.

Kryteria klasyfikacji przedsiębiorstw są następujące:

- mikroprzedsiębiorstwa: zatrudniające średniorocznie mniej niż 10 pracowników, przychód netto ze sprzedaży do 2 mln euro,
- małe przedsiębiorstwa: zatrudniające średniorocznie mniej niż 50 pracowników, przychód netto do 10 mln euro,
- średnie przedsiębiorstwa: zatrudniające średniorocznie mniej niż 250 pracowników, przychód netto do 50 mln euro¹.

Do celów obliczania danych dotyczących liczby zatrudnionych oraz danych finansowych uwzględniono również, czy przedsiębiorstwo jest niezależne, czy też pozostaje w związkach z innymi podmiotami (przedsiębiorstwa partnerskie, związane).

Aby zrealizować postawiony w tym artykule cel, sformułowano następujące hipotezy badawcze:

H1: Innowacyjność polskich MMSP jest wprost proporcjonalna do wielkości przedsiębiorstw.

H2: Dostępność do źródeł finansowania zależy od aktywności innowacyjnej przedsiębiorstwa.

H3: Polskie MMSP finansują inwestycje zgodnie z teorią wyboru kolejności źródeł finansowania (*pecking order theory*) i teorią finansowania cyklu wzrostu (*the financial growth cycle*).

Do weryfikacji hipotez posłużą wyniki badań jakościowych przedstawionych w punkcie 4 artykułu.

4. Finansowanie działalności innowacyjnej polskich mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw

W związku z tym, że celem tego artykułu jest zbadanie stopnia aktywności innowacyjnej oraz określenie źródeł finansowania innowacyjnych inwestycji realizowanych przez polskie MMSP, w dalszej części tekstu przedstawiono wyniki badań na temat aktywności innowacyjnej oraz źródeł finansowania polskich mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw.

¹ Kryteria są zgodne z Ustawą o swobodzie działalności gospodarczej z dnia 2.07.2004 r. (DzU 2013, poz. 672).

Jak wynika z danych przedstawionych w tab. 1, aktywność innowacyjna polskich MMSP jest wprost proporcjonalna do ich wielkości. Najmniej w działania innowacje inwestują mikroprzedsiębiorstwa (4% przemysłowe i 3% usługowe). W przypadku przedsiębiorstw małych (w porównaniu z mikro) można zauważyć znaczny wzrost stopnia aktywności innowacyjnej, gdyż ok. 10% z nich realizuje takie projekty. W działania innowacyjne inwestuje ok. ¼ przedsiębiorstw średnich. Przy tym bardziej aktywne pod względem innowacji są przedsiębiorstwa przemysłowe niż usługowe, co jest uzasadnione częstszym zakupem nowoczesnych maszyn i urządzeń produkcyjnych oraz licencji.

Tabela 1. Przedsiębiorstwa aktywne innowacyjnie według wielkości zatrudnienia w latach 2011-2013

Wielkość przedsiębiorstwa	Przedsiębiorstwa przemysłowe	Przedsiębiorstwa usługowe	Średnia
Mikro	4,0	3,0	3,5
Małe	10,4	9,3	9,8
Średnie	31,7	19,4	25,5
Ogółem MMSP	42,3	54,6	48,4
Duże	57,7	45,6	51,6

Źródło: opracowanie na podstawie raportu: [*Działalność innowacyjna przedsiębiorstw... 2014*].

Analizując rodzaj realizowanych inwestycji, można zauważyć, że w przedsiębiorstwach mikro i małych dominują innowacje o charakterze produktowym. Natomiast w przedsiębiorstwach średnich liczba wdrażanych innowacji produktowych, procesowych i nietechnologicznych jest zbliżona. Dane po raz kolejny potwierdzają, że aktywność innowacyjna jest wprost proporcjonalna do wielkości przedsiębiorstwa (tab. 2).

Tabela 2. Innowacyjność polskich MMSP według wielkości przedsiębiorstw w latach 2011-2013

Wielkość przedsiębiorstwa	Rodzaj innowacji	Odsetek przedsiębiorstw inwestujących w poszczególne typy innowacji		
		2013 r.	2012 r.	2011 r.
Mikro	Innowacje nietechnologiczne	4	2	4
	procesowe	3	10	2
	produktowe	18	17	10
Małe	Innowacje nietechnologiczne	10	10	1
	procesowe	9	9	4
	produktowe	24	23	11
Średnie	Innowacje nietechnologiczne	17	17	13
	procesowe	21	21	22
	produktowe	31	32	10

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów: [*Trendy rozwojowe... 2012; 2013; 2014*].

Przedstawione dane wskazują na niski stopień wdrażania innowacji w polskich MMSP. Mimo że przedsiębiorstwa średnie są dużo bardziej aktywne w tym aspekcie niż mikro, odsetek inwestujących w innowacje nie przekracza 1/3 ogółu przedsiębiorstw MMSP.

W trakcie prowadzonych badań przedsiębiorcy wskazali także, jakie działania pomogłyby im przełamać bariery związane z realizowaniem procesów innowacyjnych (tab. 3).

Tabela 3. Rodzaj pomocy, która w opinii przedsiębiorców jest kluczowa przy wdrażaniu innowacji

Wyszczególnienie	Odsetek przedsiębiorców
Dofinansowanie, np. z UE	42
Ulgi lub zwolnienia podatkowe	18
Preferencyjny kredyt/pożyczka	14
Poręczenie spłaty kredytów bankowych	5
Doradztwo wspierające działalność innowacyjną	4
Preferencyjno-informacyjne działania na rzecz innowacji	3
Tworzenie specjalnych stref ekonomicznych	1
Przyspieszenie amortyzacji środków trwałych	1

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu: [*Finansowanie MMSP w Polsce...*].

Za najbardziej istotne w przełamywaniu barier towarzyszących wdrażaniu innowacji przedsiębiorcy uznali: wsparcie ze środków UE, ulgi podatkowe oraz kredyty i pożyczki na preferencyjnych warunkach. To wskazuje, że najważniejsze są bariery typu finansowego. Dlatego w dalszej części tekstu przedstawiano dane na temat źródeł finansowania realizowanych procesów inwestycyjnych.

Z analizy danych przedstawionych w tab. 4 wynika, że prawie 1/3 polskich MMSP nie poniosła żadnych nakładów na inwestycje w latach 2011-2014.

W tej grupie przedsiębiorstw, które poniosły nakłady na inwestycje, najczęściej były to wydatki mniejsze niż 5000 zł lub mieszczące się w przedziale od 5001 do 50 000 zł, a więc są to stosunkowo niskie kwoty.

Tabela 4. Odsetek firm ponoszących nakłady na inwestycje w latach 2011-2014

Wielkość inwestycji				
	2011	2012	2013	2014
Nie inwestowała	30	30	30	27
Do 5000 zł	13	30	23	32
Od 5001 do 50 000 zł	37	30	38	31
Od 50 001 do 500 000	17	8	7	9
Powyżej 500 000 zł	3	2	2	1

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [*Trendy rozwojowe sektora MMSP... 2014*].

Największy odsetek przedsiębiorstw, które nie realizowały żadnych inwestycji, jest w grupie mikropodmiotów (ok. 30%), następnie małych (ok. 20%), a w grupie przedsiębiorstw średnich ten odsetek wynosi już tylko 11% [*Trendy rozwojowe sektora MMSP... 2014*].

W grupie przedsiębiorstw przemysłowych, które realizowały inwestycje, dominowały wydatki na innowacje. Nakłady poniesione na innowacje stanowiły 73,6% wszystkich poniesionych nakładów na inwestycje. W przedsiębiorstwach z sektora usług nakłady na innowacje stanowiły 42,4%, na działalność badawczo-rozwojową 23,0%. Ponadto poniesiono również wydatki na zakup oprogramowania i wiedzy, szkolenia oraz działalność marketingową [*Działalność innowacyjna... 2014*].

Ankietowani przedsiębiorcy za działalność innowacyjną uznali przede wszystkim: nowoczesność firmy, nowe technologie, rozwój i doskonalenie przedsiębiorstwa (tab. 5).

Tabela 5. Skojarzenia przedsiębiorców z terminem „innowacje”

Rodzaje innowacji	Odsetek przedsiębiorstw
Nowoczesność	23
Nowatorskie rozwiązania	9,6
Nowe technologie	22,5
Pozostałe	17,9
Nowe produkty i usługi	10
Rozwój i doskonalenie firmy	17

Źródło: opracowanie na podstawie raportu: [*Innowacyjna przedsiębiorczość w Polsce. Odkryty i ukryty potencjał innowacyjności... 2015*].

Tabela 6. Udział przychodów ze sprzedaży produktów nowych i istotnie ulepszonych w przychodach ogółem

Lata	Odsetek przedsiębiorstw					
	przemysłowe			usługowe		
	ogółem	małe	średnie	ogółem	małe	średnie
2010	8,9	1,7	5,5	3,3	0,8	2,3
2011	9,2	1,9	4,7	3,1	0,4	3,2
2013	8,6	3,2	5,2	3,4	1,1	1,9
nowe dla rynku						
2010	5,2	0,6	2,5	1,4	0,4	1,1
2011	3,8	1,2	2,3	1,4	0,2	0,8
2013	3,8	2,4	2,6	1,6	0,8	0,4
nowe dla przedsiębiorstwa						
2010	3,7	1,1	3,0	1,9	0,4	1,2
2011	5,4	0,8	2,5	1,8	0,3	2,4
2013	4,8	0,8	2,6	1,9	0,3	1,5

Źródło: [*Działalność innowacyjna... 2014*].

Miarą innowacyjności przedsiębiorstw jest między innymi udział przychodów ze sprzedaży produktów nowych i istotnie ulepszonych w przychodach ogółem. Jak wynika z danych zaprezentowanych w tab. 6, przychody ze sprzedaży produktów innowacyjnych przedsiębiorstw przemysłowych mają znacznie większy udział w przychodach ze sprzedaży ogółem niż przedsiębiorstw usługowych (o 100%). Można też zauważyć wyraźną zależność między wielkością przedsiębiorstw a większym odsetkiem przychodów ze sprzedaży produktów nowych lub istotnie ulepszonych w stosunku do całości generowanych przychodów. Niestety w związku z tym, że mikroprzedsiębiorstwa nie mają obowiązku składania sprawozdań F01, nie udało się pozyskać tych danych dla grupy mikroprzedsiębiorstw.

Z badań przeprowadzonych przez Ministerstwo Gospodarki – Departament Prognoz i Analiz [*Trendy rozwojowe sektora MMSP... 2014*] wynika jednak, że wraz z wielkością przedsiębiorstwa rośnie nie tylko aktywność inwestycyjna, ale również wzrasta wartość inwestycji. Im większe przedsiębiorstwo, tym większa wartość inwestycji, co, oczywiście, jest uzasadnione, choćby ze względu na dostęp tych przedsiębiorstw do większych zasobów: kapitałowych, ludzkich, rzeczowych i finansowych.

Od początku procesu transformacji problematyka finansowania działalności MMSP jest przedmiotem wielu analiz naukowych i biznesowych. Dlatego też te dane zostały przedstawione w dłuższym horyzoncie czasowym (od 2004 r., czyli od roku, w którym Polska przystąpiła do UE, do roku 2013). Z danych zawartych w tab. 7 wynika, że począwszy od 2004 r., kapitał własny był i jest głównym źródłem

Tabela 7. Źródła finansowania polskich MMSP w latach 2004-2013*

Rok	Odsetek przedsiębiorstw korzystających z kapitałów				
	kapitały własne, w tym zysk zatrzymany	kredyt bankowy	leasing	fundusze UE	inne
2004	86	14,2	12,6	3,6	0,3
2005	69,1	16,6	10,5	1,4	2,4
2006	73,1	12,7	9,0	1,9	3,3
2007	72,6	17,4	6,9	1,9	1,2
2008	74,1	12,8	7,5	6,5	2,9
2009	64,8	17,7	8,3	7,3	1,9
2010	64	10,0	8,0	4,5	1,4
2011	56	12,0	11,0	2,2	0,7
2012	67,7	18,7	6,3	3,2	0,2
2013	64,4	19,8	8,8	0,6	1,1

* Wartości nie sumują się do zera, gdyż istniała możliwość wielokrotnego wyboru źródeł finansowania.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [*Monitoring kondycji... 2004-2012; Trendy rozwojowe... 2011, Wyznikiewicz 2013*].

finansowania polskich MMSP. Drugi w kolejności jest kredyt bankowy, a następny – leasing. Fundusze UE oraz inne źródła kapitału wykorzystywane są przez bardzo niewielki odsetek przedsiębiorstw.

Drugim co do ważności źródłem finansowania inwestycji są kredyty. Dlatego przedstawiono dane na temat wykorzystania kredytów bankowych z podziałem na wielkość przedsiębiorstw.

Z informacji zaprezentowanych w tab. 8 wynika, że przedsiębiorstwa średnie, jako najmniej ryzykowne (w grupie MMSP) z punktu widzenia obsługi przez banki, dużo częściej pozyskują kredyty bankowe niż przedsiębiorstwa małe i mikro. Po raz kolejny można potwierdzić, że dostęp do kredytów bankowych jest wprost proporcjonalny do wielkości przedsiębiorstwa.

Tabela 8. Odsetek przedsiębiorstw korzystających z kredytów bankowych z podziałem na wielkość przedsiębiorstw w latach 2011-2014

Rok	MMSP ogółem korzystające z kredytów w [%]	Wielkość przedsiębiorstwa	Odsetek przedsiębiorstw
2011	12,0	mikro	34
		małe	80
		średnie	69
2012	18,7	mikro	28
		małe	64
		średnie	68
2013	19,8	mikro	31
		małe	60
		średnie	65
2014	20,5	mikro	28
		małe	48
		średnie	67

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu: [*Trendy rozwojowe sektora MMSP...* 2011; 2012; 2013; 2014].

Najczęściej wykorzystywanym kredytem w polskim sektorze MMSP jest kredyt w rachunku bieżącym i kredyt obrotowy. Dzieje się tak, ponieważ banki, aby minimalizować ryzyko wynikające z obsługi przedsiębiorstw MMSP, chętniej udostępniają kredyty krótkoterminowe niż długoterminowe. Dane zebrane w tab. 9 po raz kolejny potwierdzają, że im mniejsze przedsiębiorstwo, tym trudniejszy dostęp do długoterminowych kredytów bankowych.

W związku z tym, że gospodarka niemiecka znajduje się w dziesiątce najbardziej innowacyjnych gospodarek, źródła finansowania polskich MMSP zostaną porównane ze źródłami finansowania przedsiębiorstw niemieckich (z podziałem na stopnie

Tabela 9. Odsetek przedsiębiorstw korzystających z kredytów bankowych w latach 2011-2014

Rodzaj przedsiębiorstwa	Lata	Kredyt w rachunku bieżącym	Kredyt obrotowy	Kredyt inwestycyjny	Inny rodzaj kredytu
Mikro	2011	17	6	3	2
	2012	20	4	3	5
	2013	15	6	4	7
	2014	16	6	4	6
Małe	2011	33	16	17	13
	2012	36	23	18	5
	2013	33	9	11	9
	2014	33	17	10	6
Średnie	2011	39	17	20	2
	2012	43	26	26	11
	2013	38	25	25	4
	2014	29	38	17	4

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu: [*Trendy rozwojowe sektora MMSP...* 2014; 2013; 2012; 2011].

innowacyjności). Przedstawione wyniki badań² pozwolą uzyskać odpowiedź na pytanie, czy w przedsiębiorstwach niemieckich dostępność do źródeł finansowania jest również zależna od stopnia innowacyjności tych podmiotów.

Wyniki badań przeprowadzone przez Hummela, Karchera i Schulza [2013, s. 471-503] wykazały niewielkie różnice w zakresie doboru źródeł finansowania w zależności od stopnia innowacyjności przedsiębiorstw. Największa różnica dotyczy dotacji publicznych. W przedsiębiorstwach wysoce innowacyjnych znajdują się one na miejscu piątym, a w przedsiębiorstwach nieinnowacyjnych – na miejscu ósmym (kolejność wykorzystania instrumentów finansowych została przedstawiona w nawiasach – tab. 10).

² Badania w Niemczech zostały zrealizowane przez Hummela, Karchera i Schultza w 2010 r. Próba badawcza objęła 171 przedsiębiorstw z całych Niemiec. Podstawą do przeprowadzenia badań i doboru próby badawczej były dane dostarczone Company Register of the Federal Statistical Office. Próbę badawczą stanowiło 60,8% mikroprzedsiębiorstw, ponieważ są one najliczniejszą grupą przedsiębiorstw w niemieckim sektorze MMSP. Przedsiębiorstwa małe stanowiły 25,1%, a średnie – 14,0%. Przeszło 73% stanowią przedsiębiorstwa z sektora usług i produkcji. Pozostałe 26,3% to nieruchomości, handel i inne sektory gospodarki. Ze względu na fakt, że autorzy poszukiwali zależności pomiędzy doбором źródeł finansowania przedsiębiorstw niemieckich a stopniem ich innowacyjności, w doborze próby uwzględniono również ten aspekt. Z każdej z grup (mikro, małe i średnie) wybrano odpowiednią liczbę przedsiębiorstw nieinnowacyjnych, średnio innowacyjnych oraz wysoce innowacyjnych. W ten sposób autorzy starali się odzwierciedlić strukturę niemieckiego sektora MMSP.

Tabela 10. Źródła finansowania w zależności od stopnia innowacyjności

Źródła finansowania	Wysoce innowacyjne	Średnio innowacyjne	Nieinnowacyjne	Średnio dla przedsiębiorstw
Zysk zatrzymany	4,73 (1)	3,99 (1)	3,90 (1)	4,20 (1)
Debet	2,13 (2)	2,07 (2)	2,96 (2)	2,29 (2)
Kredyt kupiecki	2,11 (3)	1,93 (4)	2,57 (3)	2,20 (3)
Kredyt bankowy	2,00 (4)	1,95 (3)	2,29 (4)	2,08 (4)
Leasing	1,84 (5)	1,37 (6)	1,63 (6)	1,61 (6)
Dotacje publiczne	1,84 (5)	0,84 (7)	0,80 (8)	1,16 (7)
Finansowanie z amortyzacji	1,60 (7)	1,67 (5)	1,96 (5)	1,73 (5)
Gwarancje	0,87 (8)	0,80 (8)	1,20 (7)	0,95 (8)
<i>Factoring/forfaiting</i>	0,51 (9)	0,55 (10)	0,73 (9)	0,59 (9)
<i>Private equity (PE/VC)</i>	0,44 (10)	0,69 (9)	0,35 (10)	0,49 (10)
<i>Mezzanine Capital</i>	0,40 (11)	0,31 (11)	0,31 (11)	0,34 (11)
<i>Bussines Angels</i>	0,20 (12)	0,29 (12)	0,31 (11)	0,26 (12)
Inne	0,18 (13)	0,27 (13)	0,10 (14)	0,18 (13)
Akcje	0,11 (14)	0,21 (14)	0,18 (13)	0,16 (14)

W badaniu posłużono się sześciostopniową skalą. 0 oznacza nieistotne źródło finansowania, 5 – bardzo ważne źródło finansowania.

Źródło: opracowanie na podstawie [Hummel, Karcher, Schulz 2013, s. 471-503].

Z analizy zaprezentowanych danych wynika, że znaczenie samofinansowania jest dla badanych mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw w Niemczech bardzo duże, bez względu na stopień innowacyjności – podobnie zresztą jak w polskich MMSP, co potwierdza, że przedsiębiorstwa z analizowanego sektora finansują inwestycje zgodnie z teorią wyboru kolejności źródeł finansowania.

W przypadku przedsiębiorstw niemieckich widać wyraźnie większe zainteresowanie finansowaniem inwestycji długim (kredyt w rachunku bieżącym, kredyt kupiecki i kredyt bankowy zarówno średnio-, jak i długookresowy) – pozycje od 2 do 4. W przypadku firm nieinnowacyjnych i wysoce innowacyjnych znaczenie kredytu kupieckiego jest większe niż kredytu bankowego. Wynika to z faktu, że przedsiębiorstwa nieinnowacyjne są dla banków mniej przejrzyste oraz wiarygodne i z tego powodu wskaźnik ryzyka obsługi tych przedsiębiorstw dla banków jest wysoki [Backes-Gellner, Werner 2007, s. 173-190]. Dlatego też mają mniejsze szanse na pozyskanie kredytów bankowych i pokrywają tę lukę kapitałową kredytem kupieckim.

Stosunkowo duże wykorzystanie kredytów bankowych w procesie finansowania inwestycji pokazuje, że firmy w Niemczech opierają się w dużej mierze na tej formie finansowania, a linie kredytowe są dostępne i odpowiednio przystosowane do tej klasy ryzykownych przedsiębiorstw [Gottschalk i in. 2007].

Można zauważyć również stosunkowo duże – ale mniejsze niż w przypadku polskich MMSP, znaczenie leasingu, który jest traktowany jako substytut, szczególnie w odniesieniu do przedsiębiorstw mało i nieinnowacyjnych.

Dla MMSP w Niemczech finansowanie przez *private equity* odgrywa niewielką rolę i nie ma w tym zakresie istotnych różnic między wysoce innowacyjnymi i nieinnowacyjnymi przedsiębiorstwami, *venture capital* i anioły biznesu są bowiem typowym źródłem finansowania innowacji *start-up*.

Ze względu na podwyższone ryzyko finansowania przedsiębiorstw MMSP oraz brak alternatywnych źródeł kapitału znaczenie publicznych dotacji finansowych wyraźnie się zwiększa wraz ze stopniem innowacyjności firmy. W przeciwieństwie do wysoce innowacyjnych przedsiębiorstw, w przypadku umiarkowanie i nieinnowacyjnych firm dotacje ze środków publicznych odgrywają mniejszą rolę, co wynika głównie z założeń programowych. Innowacyjność przedsiębiorstw jest podstawowym kryterium przyznawania tych środków finansowych.

Z wyjątkiem dotacji, zysku zatrzymanego z lat ubiegłych, leasingu i *mezzanine capital* inne instrumenty finansowe tracą na znaczeniu wraz ze wzrostem stopnia innowacyjności lub nie wykazują różnic w tym aspekcie. Ze względu na duże ryzyko towarzyszące innowacyjnym przedsiębiorstwom prywatni inwestorzy nie są w stanie pokryć zapotrzebowania na kapitał, dlatego też rząd stara się wypełnić lukę [Krohmer 2010, s. 49-51].

5. Wnioski

Na podstawie analizy wyników badań zaprezentowanych w tym artykule dokonano weryfikacji postawionych hipotez.

H1: innowacyjność polskich MMSP jest wprost proporcjonalna do wielkości przedsiębiorstw – hipoteza ta została zweryfikowana pozytywnie.

W tabelach 1 i 2 przedstawiono wyniki badań, które potwierdziły bardzo niski stopień innowacyjności przedsiębiorstw mikro oraz wzrost aktywności innowacyjnej wraz z wielkością przedsiębiorstwa. Ponadto wykazano, że mikro- i małe przedsiębiorstwa, jeśli już zdecydowały się na inwestycje w innowacje, były to innowacje produktowe. Natomiast w przedsiębiorstwach średnich odsetek inwestujących w poszczególne typy innowacji nie wykazuje zróżnicowania ze względu na rodzaj innowacji.

H2: dostępność do źródeł finansowania zależy od stopnia aktywności innowacyjnej przedsiębiorstwa – hipoteza ta została zweryfikowana tylko częściowo. Wykazano, że 1/3 przedsiębiorstw w ogóle nie inwestuje, a w grupie inwestujących MMSP poniesiono niewielkie nakłady na inwestycje (średnio do 50 000 zł). Z analizy danych wynika również, że przedsiębiorstwa przemysłowe są bardziej innowacyjne niż usługowe. W innowacje inwestuje 73% przedsiębiorstw przemysłowych i tylko ok. 42% przedsiębiorstw usługowych. Ponadto udział przychodów ze sprzedaży produktów nowych lub istotnie ulepszonych w małych przedsiębiorstwach przemysłowych jest prawie trzykrotnie mniejszy niż w średnich. W przypadku

przedsiębiorstw usługowych ta różnica jest czterokrotnie większa. Ze względu na brak danych nie wykazano, tak jak w przypadku niemieckich przedsiębiorstw, bezpośrednich korelacji między stopniem innowacyjności poszczególnych przedsiębiorstw i dostępem do źródeł finansowania.

W dalszej kolejności podjęto próbę zbadania zgodności zachowań polskich MMSP z teoriami: wyboru kolejności źródeł finansowania (*pecking order theory*) i finansowania cyklu wzrostu (*the financial growth cycle*). Dlatego sformułowano H3: polskie MMSP finansują inwestycje zgodnie z teoriami *pecking order theory* i *the financial growth cycle* – hipoteza ta została zweryfikowana pozytywnie.

Wykazano, że od początku przystąpienia Polski do UE w przedsiębiorstwach MMSP podstawowym źródłem finansowania inwestycji był i jest kapitał własny, a kredyty bankowe i leasing zajmują pozycje drugą i trzecią. Wykazano również, że dostęp do kredytów bankowych jest wprost proporcjonalny do wielkości przedsiębiorstwa. Ze względu na brak historii kredytowej, brak zabezpieczeń, krótki czas funkcjonowania na rynku oraz nieprzejrzystość informacji banki niechętnie udzielają kredytów mikroprzedsiębiorstwom. Dlatego też polskie mikroprzedsiębiorstwa pokrywają tę lukę kapitałową kredytem w rachunku bieżącym.

Porównując źródła finansowania polskich i niemieckich MMSP, można zauważyć duże podobieństwa:

- kapitał własny jest głównym źródłem finansowania inwestycji – co pokazuje, że zarówno polskie, jak i niemieckie MMSP finansują innowacyjne inwestycje zgodnie z omawianymi teoriami,
- te przedsiębiorstwa, które mają problemy z pozyskaniem kredytów bankowych, wypełniają tę lukę kapitałową droższymi źródłami finansowania, takimi jak: kredyt w rachunku bieżącym i kredyt kupiecki,
- ważną rolę w finansowaniu sektora MMSP odgrywa leasing, który jest traktowany jako alternatywa dla trudno dostępnego kredytu bankowego,
- MMSP niechętnie korzystają z *private equity*,
- finansowanie z udziałem akcji i obligacji ma śladowe znaczenie.

Podstawowa różnica dotyczy wykorzystania funduszy UE, które w Niemczech odgrywają dużą rolę, a w polskich MMSP – znikomą. Polskie MMSP nie nabyły jeszcze umiejętności pozyskiwania tych środków. Drugą istotną różnicą dotyczy pozyskania kredytów bankowych. Jak wykazano w artykule, banki niemieckie są przygotowane do obsługi sektora MMSP, dlatego też jest on ważny w procesie finansowania innowacyjnych przedsięwzięć inwestycyjnych.

6. Ograniczenia i zalecenia dla przyszłych badań

Nie udało się pozyskać wszystkich danych do zweryfikowania hipotezy 2. Nie odnaleziono danych na temat podziału przedsiębiorstw mikro, małych i średnich ze względu na stopień ich innowacyjności i wykorzystania źródeł finansowania inwestycji. Te obserwacje wykazały lukę badawczą i zachęciły autorkę do przeprowadzenia własnych badań w polskim sektorze MMSP.

Literatura

- Arrow K.J., 1962, *Economic welfare and the allocation of resources for invention*, [w:] R.R. Nelson (red.), *The Rate And Direction of Inventive Activity*, Princeton University Press, New Jersey.
- Backes-Gellner U., Werner A., 2007, *Entrepreneurial signaling via education: A success factor in innovative start-ups*, *Small Business Economics*, vol. 29, s. 173-190.
- Berger A.N., Udell G.F., 1995, *Relationship lending and lines of credit in small firm finance*, *Journal Bus.*, vol. 68, s. 351-381.
- Berger A.N., Udell G.F., 1998, *The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*, *Journal of Banking & Finance*, vol. 22, s. 613-673.
- Berggren B., Olofsson C., Silver L., 2000, *Control aversion and the search for external financing in Swedish SMEs*, *Small Business Economics*, vol. 15, no. 3, s. 233-242.
- Bozkaya A., De La Potterie B., 2008, *Who funds technology-based small firms? Evidence from Belgium*, *Economics of Innovation and New Technology*, Taylor and Francis J, vol. 17, no. 1-2, s. 97-122.
- Chittenden F., Hall G., Hutchinson P., 1996, *Small firm growth, access to capital markets and financial structure: review of issues and an empirical investigation*, *Small Business Economics*, vol. 8, s. 59-67.
- Działalność innowacyjna przedsiębiorstw w latach 2011-2013*, 2014, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa, <http://stat.gov.pl> (14.10.2015).
- Działalność innowacyjna w Polsce*, GUS, Warszawa 2014.
- Finansowanie MMSP w Polsce w 2012 roku – raport*, 2013, Polska Agencja Rozwoju Innowacji, Warszawa.
- Fryges H. i in., 2007, *Hightech-Gründungen und Business Angels*, *Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie* (BMWi) (Hrsg.), Berlin.
- Gompers P.A., Lerner J., 2003, *Equity financing*, [w:] Z.J. Acs, D.B. Audretsch (red.), *Handbook of entrepreneurship research*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht.
- Gottschalk S. i in. 2007, *Start-Ups zwischen Forschung und Finanzierung: Hightech Gründungen in Deutschland*, Mannheim.
- Hummel D., Karcher B., Schulz Ch., 2013, *The financial structure of innovative SMEs in Germany*, *Business Economics*, Springer – Verlag Berlin Heidelberg, vol. 83, s. 471-503.
- Hyytinen A., Pajarinen M., 2002, *Financing of technology intensive small business: Some evidence from the ICT industry*, The Research Institute of the Finnish Economy, Discussions paper no. 813.
- Innowacyjna przedsiębiorczość w Polsce. Odkryty i ukryty potencjał innowacyjności w Polsce*, 2015, PARP.
- Innovation Union Scoreboard 2013*, 2013, H. Hollanders, N. Es-Sadki, Belgium.
- Jensen M.C., Meckling W.H., 1976, *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, s. 305-360.
- KfW, 2007, *Mittelstands- und Strukturpolitik*, KfW Diskussionspapier Nr. 39, Frankfurt am Main.
- Krohmer O., 2010, *Zur Verdrängungswirkung staatlicher FuE-Förderung*, [w:] *ifo Dresden berichtet*, vol. 1, s. 49-51.
- Meyer J.R., Kuh E., 1957, *The Investment Decision: An Empirical Study*, Cambridge.
- Myers S.C., 1984, *The capital structure puzzle*, *Journal of Finance*, 34, s. 575-592.
- Myers S.C., Majluf N.S., 1984, *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, *Journal of Financial Economics*, vol. 13, s. 187-221.
- Nelson R.R., 1959, *The simple economics of basic scientific research*, *Policy Economics*, vol. 49, s. 297-306.
- Norton E., 1990, *Similarities and differences in small and large corporation beliefs about capital structure policy*, *Small Business Economics*, vol. 2, no. 3, s. 229-245.

- Oakey R., 1984, *Innovation and regional growth in small high-technology firms: Evidence from Britain and the USA*, The Journal of the Regional Studies, vol. 18.
- Sohl J.E., 2008, *Angel investors steady but more cautious in first half of 2008*, Analysis Report, vol. 1, no. 2, Washington.
- Trendy rozwojowe sektora MMSP w ocenie przedsiębiorców w drugiej połowie 2013 roku*, 2014, Warszawa, Ministerstwo Gospodarki Departament Prognoz i Analiz, www.mg.gov.pl (14.10.2015).
- Trendy rozwojowe sektora MMSP w ocenie przedsiębiorców w drugiej połowie 2012 roku*, 2013, Warszawa, Ministerstwo Gospodarki Departament Prognoz i Analiz, www.mg.gov.pl (14.10.2015).
- Trendy rozwojowe sektora MMSP w ocenie przedsiębiorców w drugiej połowie 2012 roku*, 2012, Warszawa, Ministerstwo Gospodarki Departament Prognoz i Analiz, www.mg.gov.pl (14.10.2015).
- Trendy rozwojowe sektora MMSP w ocenie przedsiębiorców w drugiej połowie 2010 roku*, 2011, Warszawa, Ministerstwo Gospodarki Departament Prognoz i Analiz, www.mg.gov.pl (14.10.2015).
- Walker E.W., Petty J.W., 1978, *Financial differences between large and small firms*, Financial Management, vol. 7, no. 4, s. 61-68.
- Wyżnikiewicz B., 2013, *Polskie MMSP na drodze ku nowoczesności*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, PKPP Lewiatan, Warszawa.