Adam Adamczyk
Uniwersytet Szczeciński

FINANSOWE BARIERY INWESTYCJI W AKTYWA NIEMATERIALNE

Wstęp

Wśród najbardziej fundamentalnych zagadnień współczesnej teorii przedsiębiorstwa leży problem odpowiedzi na pytanie, co warunkuje sukces konkurencyjny podmiotów gospodarczych. Jedna z głównych doktryn stanowi, że konkurencyjność przedsiębiorstwa zależy od jego zdolności do rozwijania i wykorzystywania cennych, rzadkich, niepowtarzalnych i niepodlegających substytucji zasobów i zdolności (Barney 1986). Wymienione cechy decydują o innowacyjności przedsiębiorstwa tak w jej aspekcie produktowym, jak i procesowym. Rozwój nowych produktów umożliwia firmie generowanie dodatnich przepływów pieniężnych, zwiększanie udziału w rynku oraz powiększa szanse na przetrwanie przedsiębiorstwa (Deeds, DeCarolis i Coombs 1999). Rozwijanie nowych technologii jest natomiast niezbędne dla pozyskiwania nowych rynków. Tworzenie innowacyjnych produktów, ulepszanie istniejących, doskonalenie technik służących wytwarzaniu dóbr i usług oraz kreowanie unikalnego publicznego wizerunku jakości produktu są aspektami złożonego procesu, którego rezultat może być określany jako aktywa niematerialne[1]. Wynika stąd, że aktywa niematerialne stanowią jeden z kluczowych czynników warunkujących sukces przedsiębiorstwa. Znaczenie aktywów niematerialnych dla osiągnięcia powodzenia firmy wynika również stąd, że o ile aktywa rzeczowe są przedmiotem obrotu rynkowego, a ich pozyskanie zależy jedynie od znalezienia źródeł finansowania, to aktywa niematerialne w doskonałej większości przypadków muszą zostać wytworzone przez samo przedsiębiorstwo. Dzięki temu zasoby te nabierają indywidualnych, często niepowtarzalnych cech, które pozwalają wyróżnić przedsiębiorstwo spośród konkurencji, a w konsekwencji przesądzić o jego rozwoju lub nawet o przetrwaniu. Rola aktywów niematerialnych sprawia, że szczególnego znaczenia nabiera problem determinant mogących kształtować zdol-

[1] Pojęcie aktywa niematerialne ma zatem szersze znaczenie niż bilansowe wartości niematerialne i prawne.

ność firm do ich tworzenia. W literaturze przedmiotu podkreśla się, że do głównych ograniczeń mogących zahamować inwestycje w te aktywa zaliczyć należy trudności w ich finansowaniu. Jakkolwiek wartości niematerialne i prawne są istotne dla działalności przedsiębiorstwa, ich właściwości sprawiają, że są one nieatrakcyjne dla dostawców tradycyjnego finansowania obcego (Li i Simerly 2002). Problem ten dotyczy zwłaszcza niewielkich podmiotów, które z natury mają gorszy dostęp do źródeł finansowania. Celem opracowania jest zatem weryfikacja tezy, że przedsiębiorstwa inwestujące w aktywa niematerialne napotykają bariery w ich finansowaniu, a skala tych ograniczeń zależy od rozmiarów przedsiębiorstwa.

1. Specyfika inwestycji w wartości niematerialne a źródła ich finansowania

Tradycyjna teoria struktury kapitałowej stworzona przez Modiglianiego i Millera, a następnie rozwijana przez wielu kontynuatorów, zakłada, że optymalna kombinacja długu i kapitału własnego maksymalizuje wartość przedsiębiorstwa i minimalizuje koszt jego kapitału. Zgodnie z powyższym paradygmatem zarządzania finansami, problem kształtowania struktury finansowania nie jest powiązany z decyzjami dotyczącymi alokacji pozyskanych środków (Li i Simerly 2002). Następstwem konsekwentnego podążania za tym poglądem byłaby teza o całkowitym oderwaniu struktury aktywów od struktury pasywów przedsiębiorstwa. Jednak w praktyce bardzo często analizuje się wzajemne związki pomiędzy strukturą majątkową i finansową firmy. Co więcej, problem dopasowania struktury finansowania do struktury majątkowej przedsiębiorstw jest zagadnieniem o charakterze wielowymiarowym. Może być on analizowany przynajmniej w czterech aspektach (Adamczyk 2009):

- płynności finansowej przedsiębiorstwa,
- możliwości wykorzystania tarcz podatkowych,
- zdolności do zabezpieczenia długu,
- zmienności dochodu przedsiębiorstwa.

Na sposób finansowania poszczególnych kategorii aktywów mogą wpływać zatem takie ich cechy, jak płynność, przydatność do zabezpieczenia długu, wpływ na powstawanie stałych kosztów operacyjnych (rozmiary dźwigni operacyjnej) czy możliwość generowania tarczy podatkowej. Wynika stąd, że zrozumienie zjawisk zachodzących w obszarze finansowania aktywów niematerialnych wymaga gruntownego przeanalizowania właściwości tych składników majątku firmy.

Pierwszą z charakterystycznych cech odróżniających aktywa niematerialne od innych składników majątku przedsiębiorstwa jest ich bardzo niska wartość likwidacyjna. Właściwość ta wynika z istnienia ograniczonych możliwości alternatywnego wykorzystania tych aktywów. Oznacza to zatem, że aktywa niematerialne cechuje niski stopień płynności, co implikuje konieczność finansowania ich stabil-

nymi źródłami finansowania. Li oraz Simerly (2002) twierdzą natomiast, że zdolność dostawców kapitału zewnętrznego do właściwej wyceny wysoko specjalistycznych aktywów, takich jak inwestycje w B + R, marketing, kwalifikacje kadry czy projekty innowacyjne, jest wysoce ograniczona. W rezultacie ten rodzaj aktywów jest nieatrakcyjny dla wierzycieli.

Anderson i Prezas (1999) dowodzą z kolei, że aktywa niematerialne posiadają wartość jedynie przy założeniu kontynuacji działalności. Ich specyfika polega na tym, że zazwyczaj nie generują one samodzielnie przepływów pieniężnych, ale wpływają na wzrost przepływów generowanych przez aktywa rzeczowe. Zgodne zatem z koncepcją Myersa (1977), według której wskaźnik zadłużenia będzie tym niższy, im większą część wartości przedsiębiorstwa stanowi wartość opcji inwestycyjnej, firmy powinny ograniczać zakres finansowania aktywów niematerialnych kapitałem obcym.

Jak już wspomniano, na sposób finansowania aktywów niematerialnych może mieć wpływ ich zdolność do generowania tarczy podatkowej. Bradley, Jarrell i Kim (1984) twierdzą, że jeżeli wydatki na aktywa niematerialne, takie jak inwestycje w B + R czy nakłady na reklamę, mogą być odliczane od dochodu podatkowego w roku, w którym zostały poniesione, przedsiębiorstwa mocno zaangażowane w te rodzaje działalności powinny pozyskiwać mniej zadłużenia, *ceteris paribus*. Wynika to z tzw. efektu substytucji odsetkowej tarczy podatkowej tarczami nieodsetkowymi.

Barierą w finansowaniu aktywów niematerialnych za pomocą zadłużenia może być również fakt, że inwestycje w ten rodzaj majątku charakteryzują się innym niż aktywa rzeczowe rozkładem efektów. Średnio inwestycje w aktywa rzeczowe zaczynają generować dodatnie przepływy pieniężne wcześniej niż inwestycje w wartości niematerialne. W przypadku inwestycji rzeczowych, istnieje zatem możliwość obsługi zadłużenia z wykorzystaniem przepływów generowanych przez projekt inwestycyjny. Natomiast aktywa niematerialne przysparzają przedsiębiorstwu wpływów ze znacznym opóźnieniem, co istotnie utrudnia obsługę długu. Na inny aspekt tego problemu zwraca uwagę M. Jacobs, sugerując, że zerwanie więzi między menedżerami oraz dostarczycielami zewnętrznego kapitału prowadzi do preferowania przez zarządzających inwestycji o krótszych okresach zwrotu. Według Li i Simerly (2002), efekt niecierpliwości kapitału będzie zatem powodował mniejsze zainteresowanie finansowaniem aktywów niematerialnych, które warunkują długoterminową konkurencyjność przedsiębiorstw.

Trudności w finansowaniu aktywów niematerialnych obcymi źródłami finansowania mogą narastać w przypadku młodych, małych przedsiębiorstw. To właśnie ta kategoria podmiotów szczególnie doświadcza działania efektów, które w przypadku dużych firm mają znacznie mniejsze znaczenie. Przejawiają się one w tzw. klinie pomiędzy kosztem wewnętrznych źródeł finansowania a kosztem kapitału pozyskiwanego z otoczenia przedsiębiorstwa. Jako jedną z głównych przyczyn

występowania wspomnianego „klina" Hall (2002) wymienia asymetrię informacji pomiędzy przedsiębiorcami a dostawcami kapitału. Problem asymetrii informacyjnej polega na tym, że przedsiębiorstwo dysponuje lepszą informacją na temat prawdopodobieństwa powodzenia oraz natury rozważanej inwestycji niż potencjalni inwestorzy. Występowanie asymetrii informacyjnej nie jest jednak efektem związanym wyłącznie z inwestycjami w aktywa niematerialne. Problem ten pojawia się także w przypadku inwestycji w inne rodzaje aktywów, jednak jest on wtedy znacznie słabszy, gdyż może być łagodzony poprzez odpowiednią politykę informacyjną przedsiębiorstwa pozyskującego środki. Małe przedsiębiorstwa z reguły nie prowadzą lub nie mają możliwości prowadzenia takiej polityki. Co więcej, niewielkie podmioty są mniej wiarygodne dla zewnętrznych inwestorów ze względu na niższą jakość informacyjną ich sprawozdawczości. Dodatkowo w sytuacji, gdy firma poszukuje inwestorów w celu sfinansowania aktywów niematerialnych, kierownictwo, obawiając się, że zbyt obszerna informacja na temat projektu mogłaby zostać wykorzystana przez konkurencję, zmniejszając jego przyszłą stopę zwrotu, redukuje działania mające na celu eliminację zjawiska asymetrii informacyjnej. W rezultacie niedoinformowania potencjalni inwestorzy, w tym i banki, żądają wyższej stopy zwrotu. Trudności z finansowaniem aktywów niematerialnych źródłami obcymi mogą przejawiać się nie tylko w wysokim koszcie kapitału, ale także w ograniczeniu dostępności kredytu. Według Berger i Udell (1998), bankowcy postrzegają inwestycje w aktywa niematerialne jako ryzykowne, w konsekwencji dostarczanie kapitału dłużnego dla ich finansowania jest dotkliwie racjonowane.

Inne badania prowadzą natomiast do wniosku, że niska skłonność przedsiębiorstw do finansowania aktywów niematerialnych długiem wynika nie z faktu, że w wypadku tych podmiotów występują ograniczenia w dostępie do źródeł obcych, ale z tego, że podmioty te mogą łatwiej pozyskiwać źródła własne. Jak dowodzą Deeds, DeCarolis i Coombs (1997), przedsiębiorstwa posiadające unikalne zdolności pozyskują większe środki w ramach pierwszej oferty publicznej (IPO).

Obok przytoczonych opinii, które sugerują istnienie ujemnej zależności między poziomem dźwigni finansowej oraz wartości aktywów niematerialnych, można także odnaleźć argumenty podważające tego typu związek. Anderson i Prezas (1999) dowodzą, że przy danym zadłużeniu inwestycje w aktywa niematerialne mogą pośrednio wpływać na wzrost wartości aktywów rzeczowych dla wierzycieli i w ten sposób obniżyć koszt długu. W konsekwencji powinno to zachęcać przedsiębiorstwa o danym poziomie zadłużenia do inwestowania w aktywa niematerialne. Wydaje się jednak, że wcześniej opisane efekty będą wywierały silniejszy wpływ na związek pomiędzy poziomem aktywów niematerialnych a źródłami ich finansowania.

Przytoczona argumentacja sugeruje, że bariery w finansowaniu aktywów niematerialnych będą się przejawiały głównie w ograniczonym zakresie finansowania tej kategorii majątku firmy za pomocą długu. W związku z tym w dalszej części opra-

cowania zostanie zbadany związek udziału aktywów niematerialnych w majątku przedsiębiorstw oraz poziomu ich zadłużenia.

2. Wartość aktywów niematerialnych a poziom dźwigni finansowej – badanie empiryczne

Zbadanie relacji między wartością aktywów niematerialnych a źródłami ich finansowania w grupie polskich przedsiębiorstw jest istotnie utrudnione. Problem analizy wspomnianego związku wynika z braku szczegółowych danych o odpowiednio wysokiej jakości. Analogiczne badania prowadzone w USA oparte były na danych bazy COMPUSTAT, która zawiera dokładniejsze informacje niż te zawarte w sprawozdaniach finansowych. Niestety, w przypadku polskich przedsiębiorstw jedynym wiarygodnym źródłem informacji są sprawozdania finansowe.

Wspomniana niedoskonałość danych polega na tym, że nie wszystkie ponoszone nakłady, w wyniku których powstają aktywa o charakterze niematerialnym, mogą zostać dokładnie oszacowane na podstawie sprawozdań finansowych. Problem ten wiąże się z dość wąskim ujęciem „wartości niematerialnych i prawnych" wykazywanych w bilansie. Zgodnie z ustawą o rachunkowości, wartości niematerialne i prawne to nabyte przez jednostkę gospodarczą prawa majątkowe nadające się do gospodarczego wykorzystania o przewidywanym okresie ekonomicznej użyteczności dłuższym niż rok, przeznaczone do używania na potrzeby jednostki, a w szczególności:

- autorskie prawa majątkowe, prawa pokrewne,
- licencje, koncesje,
- prawa do wynalazków, patentów, znaków towarowych, wzorów użytkowych oraz zdobniczych,
- *know-how*,
- nabyta wartość firmy oraz
- koszty zakończonych prac rozwojowych.

Natomiast według Międzynarodowego Standardu Rachunkowości, nr 38, do wartości niematerialnych zalicza się składniki majątku dające się zidentyfikować jako aktywa niepieniężne niemające postaci fizycznej, które są kontrolowane przez jednostkę. Z definicji składnika wartości niematerialnych wynika wymóg możliwości zidentyfikowania. Składnik aktywów spełnia to kryterium, jeżeli:

- można go wyodrębnić, tzn. wyłączyć lub wydzielić z jednostki gospodarczej i sprzedać, przekazać, licencjonować lub oddać do odpłatnego użytkowania osobom trzecim, lub
- wynika z tytułów umownych lub innych tytułów prawnych bez względu na to, czy są one zbywalne lub możliwe do wyodrębnienia z jednostki gospodarczej (Gos 2006, s. 68).

Konsekwencją przyjętych definicji jest to, że w bilansowej pozycji wartości niematerialne i prawne nie są ujmowane tak istotne aktywa o charakterze niematerialnym, jak efekty prac badawczych, kompetencje czy umiejętności. W niektórych publikacjach podkreśla się, że to właśnie brak uwzględnienia w wartościach niematerialnych wszystkich aktywów o tym charakterze stanowi główną przyczynę znacznych różnic w wycenie bilansowej i rynkowej firm. Innym problemem jest to, że na podstawie wartości bilansowych nie można jednoznacznie określić wielkości nakładów na aktywa niematerialne. Aktywa te są bowiem ujmowane w wartościach netto, a więc z uwzględnieniem umorzenia. Przy braku znajomości wartości rocznej amortyzacji[2] tych środków nie jest możliwe określenie przyrostu wartości niematerialnych w poszczególnych latach. Dlatego nie było możliwe przeprowadzenie badania analizowanego związku w ujęciu dynamicznym, polegającym na zestawieniu nakładów na aktywa niematerialne i źródeł ich finansowania, lecz jedynie w ujęciu statycznym, polegającym na zestawieniu udziału aktywów niematerialnych w majątku firmy oraz źródeł finansowania tego majątku. W związku z powyższym, uzyskane wyniki mogą być obciążone pewnymi błędami.

W celu podniesienia wiarygodności uzyskanych rezultatów, analizę badanego związku przeprowadzono na podstawie danych spółek znajdujących się w publicznym obrocie, które podlegają surowym standardom informacyjnym. W badaniu wykorzystano informacje z bazy Notoria Serwis obejmującej dane finansowe spółek notowanych na podstawowym rynku GPW oraz spółek notowanych na rynku NewConnect. Początkowo analizie poddanych zostało 457 spółek, z czego 355 spółek notowanych było na rynku podstawowym, a 102 na NewConnect. Po wyeliminowaniu spółek, dla których dane były niepełne bądź wadliwe, uzyskano próbę składającą się z 309 spółek notowanych na rynku podstawowym i 71 notowanych na NewConnect. Uwzględnienie w badaniu podziału na spółki rynku podstawowego i spółki rynku NewConnect służy zweryfikowaniu tezy o większym znaczeniu barier finansowania aktywów niematerialnych w przypadku małych przedsiębiorstw. Za okres badawczy przyjęto 2008 r.

Tabela 1. Korelacja pomiędzy udziałem wartości niematerialnych w aktywach ogółem a udziałem długu w pasywach

Rynek	r_{xy}	$U_{1-0,05}$, $t_{0,05}$	Wartość krytyczna	Istotność statystyczna
GPW	0,00	0,00	1,96	nieistotny
NewConnect	0,02	0,17	1,99	nieistotny
Wszystkie spółki	0,02	0,39	1,96	nieistotny

Źródło: opracowanie własne.

[2] W sprawozdaniach finansowych amortyzację wartości niematerialnych podaje się łącznie z wartością amortyzacji aktywów rzeczowych.

Analizę problemu finansowania aktywów niematerialnych rozpoczęto od zbadania związku pomiędzy udziałem wartości niematerialnych w aktywach przedsiębiorstwa a wielkością zadłużenia odniesioną do sumy pasywów. Do zbadania powyższej zależności wykorzystano współczynnik korelacji liniowej Pearsona. Wyniki obliczeń zaprezentowano w tabeli 1.

Otrzymane wyniki świadczą o braku zależności pomiędzy analizowanymi zmiennymi tak w wypadku przedsiębiorstw notowanych na rynku podstawowym, jak i firm kwotowanych na rynku NewConnect, a także dla wszystkich badanych przedsiębiorstw. Przyczyna tego stanu rzeczy może leżeć w braku związku między aktywami niematerialnymi a źródłami finansowania, bądź też może być konsekwencją złego doboru zmiennych. Niewłaściwy dobór parametrów charakteryzujących analizowane wielkości wiązać się może z tym, że w badaniu uwzględniono udział wszystkich obcych źródeł finansowania w sumie pasywów. Jak wynika jednak z powszechnie znanej złotej zasady bilansowej, aktywa trwałe, a w tym wartości niematerialne, powinny być finansowane źródłami długoterminowymi. Dlatego bardziej właściwe wydaje się poszukiwanie związku między udziałem aktywów niematerialnych w aktywach a wielkością długoterminowych źródeł obcych odniesionych do sumy pasywów. Stosowne obliczenia przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2. Korelacja pomiędzy udziałem wartości niematerialnych w aktywach ogółem a udziałem długu długoterminowego w pasywach

Rynek	r_{xy}	$U_{1-0,05}$, $t_{0,05}$	Wartość krytyczna	Istotność statystyczna
GPW	–0,06	1,05	1,96	nieistotny
NewConnect	–0,14	1,15	1,99	nieistotny
Wszystkie spółki	–0,11	3,45	1,96	istotny

Źródło: opracowanie własne.

Uzyskane rezultaty nie poddają się jednoznacznej interpretacji. Przeprowadzając analizę przedmiotowego związku oddzielnie dla dużych firm (notowanych na rynku podstawowym) oraz mniejszych podmiotów (notowanych na NewConnect) otrzymano wyniki świadczące o braku poszukiwanej zależności. Jednak, wyznaczając współczynnik korelacji dla całej zbiorowości, uzyskano wartość miary Pearsona, która sugeruje istnienie zakładanego związku. W celu znalezienia ostatecznej odpowiedzi na pytanie o istnienie związku wartości aktywów niematerialnych oraz źródeł finansowania przedsiębiorstwa dokonana została jeszcze jedna korekta parametrów opisujących analizowany związek. Wprowadzona zmiana wiąże się z faktem, że podejmując decyzje dotyczące rodzaju inwestycji, menedżerowie próbują znaleźć optymalne proporcje rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych, a nie wszystkich aktywów materialnych i niematerialnych. W związku z tym bardziej poprawnym podejściem będzie odniesienie wartości niematerial-

nych do łącznej wartości aktywów trwałych, a nie do sumy wszystkich aktywów. W tabeli 3 przedstawiono wyniki przeprowadzonych obliczeń:

Tabela 3. Korelacja pomiędzy udziałem wartości niematerialnych w aktywach trwałych a udziałem długu długoterminowego w pasywach

Rynek	r_{xy}	$U_{1-0,05}$, $t_{0,05}$	Wartość krytyczna	Istotność
GPW	–0,11	1,92	1,96	nieistotny
NewConnect	–0,31	2,46	1,99	istotny
Wszystkie spółki	–0,18	3,45	1,96	istotny

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki zaprezentowane w tabeli 3 świadczą o tym, że w grupie wszystkich badanych podmiotów oraz dla grupy małych podmiotów istnieje wyraźna, lecz niska ujemna zależność liniowa pomiędzy udziałem aktywów niematerialnych w sumie aktywów trwałych oraz udziałem długoterminowego zadłużenia w pasywach. Analogicznego związku nie zaobserwowano jednak wśród dużych przedsiębiorstw. Na uwagę zasługuje fakt, że współczynnik korelacji wyznaczony dla grupy niewielkich firm świadczy o znacznie silniejszej zależności niż w grupie wszystkich analizowanych podmiotów.

Zakończenie

Uzyskane wyniki wydają się konfirmować tezę o istnieniu związku pomiędzy wielkością aktywów niematerialnych oraz źródeł ich finansowania. Zgodnie z uzyskanymi rezultatami, przedsiębiorstwa o wyższym udziale aktywów niematerialnych charakteryzują się niższym poziomem zadłużenia. Potwierdzono również fakt, że zależność ta jest silniejsza w grupie mniejszych podmiotów. Oznaczać to może, że trudności w finansowaniu aktywów niematerialnych są bardziej dolegliwe w przypadku małych przedsiębiorstw. Natomiast w grupie dużych przedsiębiorstw notowanych na rynku podstawowym analizowany związek jest również ujemny, ale nieistotny statystycznie.

Kolejnym ważnym spostrzeżeniem jest fakt, że sposób finansowania w większym stopniu warunkuje decyzje dotyczące znaczenia aktywów niematerialnych w strukturze aktywów trwałych, a nie w strukturze aktywów ogółem. Może to być związane ze swoistym odseparowaniem długo – i krótkoterminowych decyzji przedsiębiorstw w zakresie kształtowania struktury aktywów.

Innym interesującym wnioskiem jest to, że na udział aktywów niematerialnych w strukturze aktywów wpływ ma przede wszystkim zadłużenie długoterminowe. Może wynikać z faktu, że przedsiębiorstwa nie finansują aktywów trwałych za pomocą zobowiązań krótkoterminowych.

Bibliografia

Adamczyk A. (2009), *Efekty dźwigni a związek struktury majątkowej i kapitałowej przedsiębiorstw*, Prace Naukowe UE we Wrocławiu, nr 48.

Anderson M.H., Prezas A.P. (1999), *Intangible investment, debt financing and managerial incentives*, Journal of Economics and Business, No 51, s. 3-19.

Barney J.B. (1986), *Organizational culture: Can it be a source of sustained competitive advantage?* Academy of Management Review, No 11, s. 656-665.

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 and Finance, No 22, 613-673.

Bradley M., Jarrell G., Kim E.H. (1984), *On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence*, Journal of Finance No 39, s. 857-878.

Deeds D., DeCarolis D., Coombs J. (1999), *Dynamic capabilities and new product development in high technology ventures: An empirical analysis of new biotechnology firms*, Journal of Business Venturing, No 15, s. 211-229.

Deeds D., DeCarolis D., Coombs J. (1997), *The impact of firm specific capabilities on the amount of capital raised in initial public offerings: Evidence from the biotechnology industry*, Journal of Business Venturing, No 12, s. 31.

Gos W. (206), *Sprawozdawczość Finansowa przedsiębiorstw*, Polska Akademia Rachunkowości S.A., Warszawa.

Hall B. (2002), *The financing of research and development*, NBER Working Paper, No 8773.

Li M., Simerly R.L. (2002). *Dynamism, capital structure and innovation: An empirical test*, The International Journal of Organizational Analysis, No 10, s. 156-171.

Myers S.C. (1977), *Determinants of corporate borrowing*, Journal of Financial Economics No 5, s. 146-175.

Thornhill S., Gellatly G., (2005), *Intangible assets and entrepreneurial finance: the role of growth history and growth expectations*, International Entrepreneurship and Management Journal No 1, s. 135-148.

FINANCIAL CONSTRAINTS OF INVESTMENT IN INTANGIBLE ASSETS

Summary

The aim of the paper was to verify thesis that firms that invest in intangibles can be financially constrained. The problem arise in the case of young and small enterprises. The article presents results of the survey of the relation between financial structure and the share of intangibles in assets of the firm. The investigation was conducted on the basis of data published by Notoria Service that contains financial statements of companies quoted on GPW and New Connect market. The results have confirmed the thesis that small firms are constrained to use the debt to finance their intangibles.