

Katarzyna Prędkiewicz

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

RYZIKO FINANSOWE W MIKRO-, MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTWACH

Streszczenie: W artykule podjęto próbę opisowej oceny ryzyka finansowego w mikro-, małych i średnich przedsiębiorstwach. Przedstawiono wyniki badań empirycznych dotyczące stopnia i efektu dźwigni finansowej w MSP. Z badań tych wynika, że mikro- i małe przedsiębiorstwa w mniejszym zakresie korzystają z długu oprocentowanego niż przedsiębiorstwa średnie. Jeżeli już sięgają po dług odsetkowy, to osiągają z tego tytułu częściej niż przedsiębiorstwa średnie pozytywny efekt dźwigni finansowej. Ponadto wyciągnięto wnioski, że przy niewielkim zadłużeniu – do 20% – przedsiębiorstwa nie kierują się efektem dźwigni finansowej w takim samym stopniu, jak przy zadłużeniu sięgającym powyżej 20%.

Słowa kluczowe: małe i średnie przedsiębiorstwa, dźwignia finansowa, ryzyko finansowe.

1. Wstęp

Właściciele małych i średnich przedsiębiorstw, podobnie jak właściciele dużych korporacji, ponoszą ryzyko operacyjne, a gdy sięgają po kapitał obcy, ponoszą dodatkowo ryzyko finansowe.

Z badań prowadzonych przez autorkę wynika, że im mniejsze jest przedsiębiorstwo, w tym większym stopniu narażone jest na utratę wypłacalności i ryzyko bankructwa [Prędkiewicz 2007, s. 233-248]. Pojawia się zatem pytanie, w jakim zakresie ryzyko małych firm wynika z działalności operacyjnej, a w jakim – z działalności finansowej.

Cele artykułu to zbadanie stopnia dźwigni finansowej i efektu dźwigni finansowej w mikro-, małych i średnich przedsiębiorstwach nienotowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych, prowadzących pełną księgowość, a także opisowa ocena na tej podstawie ryzyka finansowego w poszczególnych klasach wielkości przedsiębiorstw.

2. Stopień i efekt dźwigni finansowej – sposoby badania

Ryzyko finansowe jest związane ze sposobem finansowania działalności przedsiębiorstwa, zatem wynika bezpośrednio ze struktury kapitału. Pojawia się w sytuacji finansowania firmy długiem oprocentowanym. Jeżeli przedsiębiorstwo nie ma zo-

bowiązań, z którymi wiąże się raty kapitałowe i odsetki, to ryzyko finansowe nie występuje [Duliniec 2001, s. 57].

Ryzyko finansowe jest związane przede wszystkim z niepewnością co do kształtowania się zysku operacyjnego, z którego w przyszłości potrącane są odsetki i podatki, a co za tym idzie – z niepewnością dotycząca poziomu zysku netto. Dla właścicieli przedsiębiorstwa oznacza to niepewność wysokości zwrotu z zainwestowanego kapitału własnego (ROE).

Koszty finansowe stanowią stały element kosztów przedsiębiorstwa i muszą być ponoszone niezależnie od tego, czy podmiot gospodarczy przynosi zysk. Zaprzestanie spłacania długu przez przedsiębiorstwo utożsamiane jest z utratą wypłacalności i może prowadzić do jego bankructwa¹. Im większy dług zaciąga podmiot gospodarczy, tym wyższe jest podejmowane przez niego ryzyko finansowe. Odzwierciedleniem ryzyka finansowego jest stopień dźwigni finansowej (*degree of financial leverage*), który wyznaczamy ze wzoru:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - ODSETKI}$$

gdzie: *EBIT* – zysk operacyjny przed spłatą odsetek i opodatkowaniem.

Stopień dźwigni finansowej nie informuje wprost o efekcie dźwigni finansowej, a zatem o tym, czy w wyniku wykorzystania kapitałów obcych poprawiła się rentowność kapitału własnego, tzn. czy wystąpił pozytywny efekt dźwigni finansowej, czy też rentowność uległa obniżeniu, co byłoby równoznaczne z wystąpieniem negatywnego efektu dźwigni finansowej. Niemniej jednak stopień dźwigni finansowej może być wykorzystany do zbadania jej efektu.

Pozytywny efekt dźwigni finansowej oznacza, że kapitał obcy „wypracowuje” więcej zysku operacyjnego niż wynoszą odsetki, a zysk ten „przejmuje” kapitał własny i tym samym właściciele przedsiębiorstwa zarabiają więcej na jednostkę zainwestowanego w przedsiębiorstwo kapitału własnego. W odniesieniu do małych przedsiębiorstw możemy mówić także o dźwigni własnej [Ross, Westerfield, Jordan 1999, s. 540], co sprowadza się do osobistych pożyczek akcjonariuszy (udziałowców, właścicieli). Właściciele często wolą pożyczyć własnej firmie środki pieniężne niż wnieść je jako kapitał własny. Wiąże się to z mniejszym ryzykiem zwrotu zainwestowanej w przedsiębiorstwo kwoty, a także z możliwością szybszego odzyskania zainwestowanych środków, utrzymaniem niezależności finansowej i korzyściami podatkowymi dla firmy i właściciela [Jamroz 2009, s. 250].

¹ Z ekonomicznego punktu widzenia za bankruta można uznać jednostkę gospodarczą, która nie jest w stanie funkcjonować samodzielnie, bez udzielenia jej pomocy z zewnątrz. Pomoc może być udzielona w różnej postaci, np. przez umorzenie części długów, przesunięcie terminu spłaty długów, zawarcie ugody z bankiem, dopłaty do kapitału własnego. Nie każde bankructwo ekonomiczne musi oznaczać jednak upadłość w rozumieniu prawa, lecz prawie każda upadłość oznacza bankructwo ekonomiczne. Przesłanką ogłoszenia upadłości w aspekcie prawnym jest niewypłacalność oraz posiadanie przez dłużnika majątku, który wystarczy na pokrycie kosztów postępowania upadłościowego.

Efekt dźwigni finansowej można badać na kilka sposobów, m.in. za pomocą [Dudycz 2001, s. 115-116; Wrzosek, Dudycz 2003, s. 112-212]:

1. Rentowności operacyjnej kapitału łącznego i oprocentowania długu. Pozytywny efekt dźwigni finansowej wystąpi, jeżeli rentowność operacyjna kapitału zainwestowanego jest większa niż efektywny koszt długu. Mierzy się ją wzorem:

$$ROC = \frac{EBIT}{C} > i_d,$$

gdzie: C – kapitał łączny (suma kapitału własnego i oprocentowanego kapitału obcego),

I_d – efektywny koszt długu.

2. Zmiany rentowności kapitałów własnych osiągniętej dzięki oddziaływaniu dźwigni finansowej, co oblicza się ze wzoru:

$$\Delta ROE = \Delta \frac{D}{E} \times (ROC - i_d),$$

gdzie: $\Delta \frac{D}{E}$ – zmiana stosunku kapitału obcego do własnego.

Przyrost będzie oznaczał występowanie pozytywnego, natomiast spadek – występowanie negatywnego efektu dźwigni finansowej.

3. Relacji między rentownością kapitału własnego a rentownością operacyjną kapitałów łącznych. Pozytywny efekt dźwigni finansowej wystąpi, jeżeli spełniona będzie nierówność:

$$\frac{ROE}{ROC} > 1.$$

4. Związku pomiędzy stopniem dźwigni finansowej (DFL) a relacją C/E (gdzie E – kapitał własny). Efekt pozytywny wystąpi, jeżeli dźwignia finansowa znajduje się w przedziale: $1 < DFL < C/E$.

Rentowność kapitału łącznego (ROC) oblicza się na podstawie kapitału zainwestowanego. Na kapitał zainwestowany składa się kapitał własny oraz kapitał obcy, obejmujący zobowiązania, od których przedsiębiorstwo płaci odsetki. Kapitał ten angażowany jest przez właścicieli i wierzycieli w finansowanie przedsiębiorstwa, a za zaangażowanie żądają oni określonych stóp zwrotu wyrażonych poprzez koszt kapitału własnego i koszt kapitału obcego (odsetki). Do kapitału zainwestowanego nie zaliczamy tzw. zobowiązań operacyjnych, a zatem handlowych – z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń, wynagrodzeń, gdyż są to powstające spontanicznie zobowiązania nieodsetkowe. Włączamy natomiast kredyty i pożyczki oraz zobowiązania z tytułu emisji krótkoterminowych papierów dłużnych. Jednak ta ostatnia pozycja w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw w praktyce nie będzie występowała.

3. Zadłużenie małych i średnich przedsiębiorstw

Z licznych badań prowadzonych przez Ministerstwo Gospodarki, Polską Konfederację Pracodawców Prywatnych Lewiatan czy Główny Urząd Statystyczny wynika, że przedsiębiorstwa z sektora MSP od wielu lat finansują swoją działalność inwestycyjną i bieżącą głównie ze środków własnych, a jedynie w niewielkim zakresie – z kredytów bankowych (tab. 1).

Tabela 1. Sposoby finansowania inwestycji przez małe i średnie przedsiębiorstwa

Źródła finansowania inwestycji	Odsetek MSP korzystających ze źródła (%)		
	2005	2006	2007
Środki własne (w tym zysk zatrzymany)	69,1	73,1	72,6
Kredyt bankowy	16,6	12,7	17,4
Leasing	10,5	9,0	6,9
Fundusze unijne	1,4	1,9	1,9
Inne	2,4	3,3	1,2

Źródło: [Raport... 2009, s. 79].

Tabela 1 przedstawia dane uśrednione dotyczące całego sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Jeżeli przyjrzymy się poszczególnym klasom przedsiębiorstw w sektorze MSP, to zauważymy, że różnice w zakresie korzystania z kredytu bankowego są znaczne. Z badań ankietowych prowadzonych wśród małych i średnich przedsiębiorstw przez Ministerstwo Gospodarki wynika, że zaledwie 15% mikroprzedsiębiorstw korzysta z kredytu bankowego. W odniesieniu do firm małych odsetek ten wynosi 47%, a średnich – 51% [Przedsiębiorczość... 2005, s. 76]. Niski stopień kredytowania mikroprzedsiębiorstw wynika z ich małego zaangażowania w działalność inwestycyjną. Mimo deklarowanego przez bankowców przyjaznego nastawienia mikroprzedsiębiorstwa w rzeczywistości nadal jednak mają utrudniony dostęp do kredytów, gdyż nie dysponują odpowiednimi zabezpieczeniami, szczególnie te nowo powstałe, a ponadto banki z reguły udzielają wsparcia finansowego podmiotom funkcjonującym na rynku co najmniej rok (najkrócej pół roku). W dobie kryzysu finansowego, kiedy akcje kredytowe banków zostały znacznie ograniczone, banki skupiają się na poszukiwaniu projektów o małym ryzyku i wysokiej stopie zwrotu, małe firmy nadal nie mogą liczyć na łatwy i szybki dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania. Jest jednak szansa, że wkrótce dostępność ta się poprawi dzięki wdrożeniu w Polsce inicjatywy JEREMIE i dokapitalizowaniu funduszy pożyczkowych i poręczeniowych ze środków unijnych.

Mimo znacznych zmian, jakie nastąpiły w systemie bankowym, w dalszym ciągu banki wykazują daleko posuniętą ostrożność, jeśli chodzi o udzielanie kredytów

długoterminowych [Raport... 2009, s. 82]. Przy udzielaniu tego rodzaju kredytów wymagane jest zazwyczaj przedstawienie odpowiednich gwarancji i zabezpieczeń, a tego nie jest w stanie dokonać większość potencjalnych kredytobiorców, szczególnie tych zaliczających się do małych przedsiębiorców. Ze względu na to, że banki kierują się w swojej działalności zasadą minimalizacji ryzyka, chętniej udzielają kredytów i pożyczek krótkoterminowych.

Porównanie struktury zadłużenia sektora MSP i dużych przedsiębiorstw w większości krajów europejskich potwierdza, że dla małych przedsiębiorstw ważniejsze jest finansowanie krótkookresowe niż długookresowe, co wynika z większych potrzeb finansowania kapitału obrotowego w małych firmach [Rivaud-Danset 1998, s. 3]. Ponadto małe i średnie przedsiębiorstwa ze względu na częstą zmianę profilu działalności potrzebują większej niż duże podmioty elastyczności w finansowaniu działalności, a zapewnia ją właśnie finansowanie krótkookresowe. W przypadku długoterminowych kredytów istotne zmiany w sposobie prowadzenia przedsiębiorstwa mogą spowodować naruszenie warunków umowy kredytowej i sprowokować bank do wypowiedzenia umowy kredytowej i postawienia kredytu do natychmiastowej spłaty.

Zachowanie małych przedsiębiorstw związane z wyborem źródeł finansowania wynika również z uwarunkowań prawnych. Na przykład w Polsce najmniejsze przedsiębiorstwa korzystające z uproszczonych sposobów uiszczania podatku dochodowego z tytułu prowadzonej działalności (karty podatkowej, ryczałtu) nie osiągają korzyści z tytułu tarczy podatkowej. Odsetki od kredytu nie wpływają na obniżenie podatku dochodowego, gdyż podatek ustalany jest kwotowo lub jako procent od wielkości przychodów – niezależnie od wysokości kosztów związanych z prowadzoną działalnością. Skłonność grupy przedsiębiorstw korzystających z podatków ryczałtowych do zadłużania się będzie więc mniejsza niż tych, które odsetki mogą zaliczyć do kosztów podatkowych i tym samym mogą obniżyć podatek dochodowy, a zatem rozliczających się na podstawie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych (według skali podatkowej lub liniowo), a także ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych.

Ryzyko finansowe małych i średnich firm powinno być niskie, co wynika z przytoczonych danych statystycznych. Dźwignia finansowa w sektorze MSP będzie więc bliska wartości 1, a wysokie ryzyko bankructwa w tej grupie podmiotów powinno być efektem przede wszystkim ryzyka operacyjnego oraz innych uwarunkowań działalności.

We wcześniejszych badaniach autorka udowodniła, że średnie przedsiębiorstwa są zadłużone w większym stopniu niż małe i mikroprzedsiębiorstwa [Prędkiewicz 2008, s. 196-207]. Zatem również poziom dźwigni finansowej powinien być wyższy w średnich przedsiębiorstwach niż w mikro- i małych. Szczególną grupą pod względem struktury zadłużenia były mikroprzedsiębiorstwa. Analiza struktury ich zadłużenia skłoniła do wniosku, że z jednej strony duża liczba mikroprzedsiębiorców unika zadłużania się, a z drugiej, że są takie mikrofirmy, które zadłużają się

ponad normy bezpieczeństwa, i to bardziej niż firmy małe i średnie. Z pewnością ta szczególna grupa znajduje się na granicy wypłacalności, a korzystanie z kapitałów obcych powoduje wystąpienie w nich negatywnego efektu dźwigni finansowej.

W literaturze przedmiotu prezentuje się pogląd o dostosowaniu źródeł finansowania do cyklu życia przedsiębiorstwa [Damodaran 2007, s. 869]. W fazie początkowej i fazie gwałtownej ekspansji przedsiębiorstwa korzystają z długu w niewielkim stopniu, a często wcale się nie zadłużają. Zatem mniejsze przedsiębiorstwa powinny mieć średnio niższy stopień dźwigni finansowej, a najczęściej będzie on wynosił 1. Oznaczałoby to, że firma nie korzysta z długu odsetkowego. Wskaźnik zadłużenia przedsiębiorstwa zwykle jest najwyższy w fazie dojrzałego wzrostu. W uproszczeniu można przyjąć, że fazę tę osiągają przedsiębiorstwa średnie, a zatem w nich powinniśmy zaobserwować średnio wyższe stopnie dźwigni finansowej.

Na stopień dźwigni finansowej ma również wpływ przynależność branżowa firm [Damodaran 2007, s. 871]. Dowody empiryczne potwierdzają, że przedsiębiorstwa dążą do utrzymania struktury finansowania nieodbiegającej od średniej branżowej [Lopez-Gracia, Aybar-Arias 2000, s. 55].

4. Opis badań

Badanie zjawisk finansowych w małych i średnich przedsiębiorstwach jest trudne ze względu na to, że ich znaczna część prowadzi uproszczoną ewidencję zdarzeń gospodarczych. Są jednak przedsiębiorstwa prowadzące pełną księgowość i sporządzające sprawozdania finansowe, które potem są składane w Krajowym Rejestrze Sądowym. Z pewnością są to większe i silniejsze mikro-, małe przedsiębiorstwa. Badanie tej grupy pozwala na chociaż częściowe poznanie zachowań firm z sektora MSP w zakresie finansów.

Badania empiryczne, których wyniki zaprezentowano w dalszej części opracowania, przeprowadzono na podstawie danych uzyskanych z wywiadowni gospodarczej. Pozyskana baza sprawozdań finansowych obejmowała lata 1995-2004². W pracy przedstawiono wyniki dla roku 2004. Wnioski dotyczące poprzednich lat były bardzo zbliżone, dlatego też autorka zakłada, że również w późniejszych latach zachowania przedsiębiorców nieznacznie odbiegały od tych zaobserwowanych w 2004 r. Badaniu poddano około 11 249 mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw z całej Polski, ze wszystkich branż.

Grupa przedsiębiorstw z sektora MSP na podstawie kryterium liczby osób zatrudnionych została podzielona na trzy podgrupy, mianowicie na: mikroprzedsię-

² Badania zostały przeprowadzone na podstawie sprawozdań finansowych obejmujących lata 1995-2004 pozyskanych z bazy TEGIEL opracowanej przez Wywiadownię Gospodarczą InfoCredit. Liczba badanych przedsiębiorstw dla poszczególnych lat kształtowała się następująco: 1995 r. – 863, 1996 r. – 2131, 1997 r. – 3309, 1998 r. – 509, 1999 r. – 7302, 2000 r. – 8581, 2001 r. – 11 881, 2002 r. – 11 968, 2003 r. – 13 654, 2004 r. – 12 241.

biorstwa (do 9 zatrudnionych), małe przedsiębiorstwa (10-49 zatrudnionych) oraz średnie przedsiębiorstwa (50-249 zatrudnionych)³.

W kolejnych etapach badań empirycznych dla wszystkich badanych przedsiębiorstw wyznaczono:

1. Wysokość kapitału zainwestowanego jako sumę kapitału własnego, zobowiązań długoterminowych, zobowiązań z tytułu kredytów i pożyczek oraz innych zobowiązań finansowych.

2. Zysk operacyjny przed spłatą odsetek i opodatkowaniem – EBIT – jako sumę zysku brutto i kosztów finansowych (odsetek).

3. Stopień dźwigni finansowej DFL ze wzoru: $DFL = \frac{EBIT}{EBIT - ODSETKI}$.

4. Rentowność kapitału łącznego (ROC) ze wzoru: $ROC = \frac{EBIT}{C}$,

5. Rentowność kapitału własnego ROE ze wzoru: $ROE = \frac{ZB}{E}$, gdzie ZB – zysk brutto, E – kapitał własny.

6. Stosunek rentowności kapitału własnego do rentowności kapitału zainwestowanego i zbadano efekt dźwigni finansowej z relacji $\frac{ROE}{ROC} > 1$.

7. Stosunek C/E i zbadano efekt dźwigni finansowej dla poszczególnych przedsiębiorstw po raz drugi z relacji $1 < DFL < C/E$.

8. Porównano wyniki badania efektu dźwigni finansowej dwiema metodami (z pkt 6 i 7) i stwierdzono, że zastosowanie obu metod dało identyczne wyniki.

9. Wyznaczono strukturę kapitałową przedsiębiorstw (z wyłączeniem zobowiązań odsetkowych).

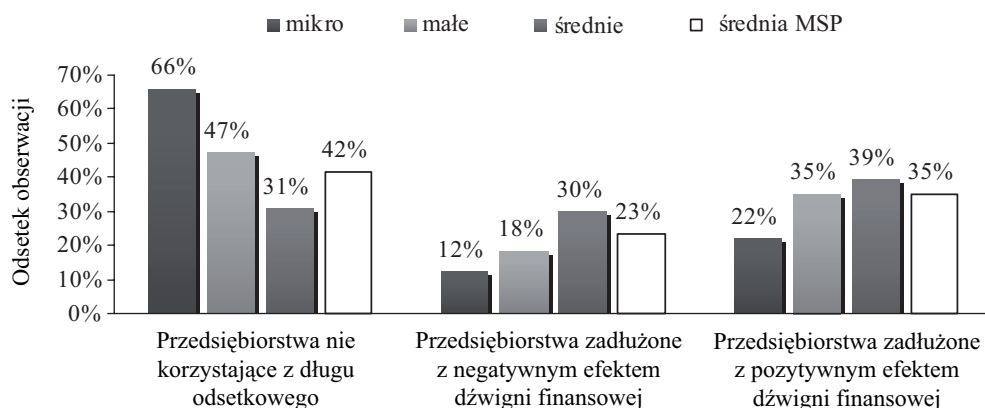
10. Przed przystąpieniem do analizy każdego wyznaczonego wskaźnika dokonano selekcji danych polegającej na usunięciu obserwacji nietypowych oraz podejrzanych o nietypowość, a więc spełniających warunek: $xi < Q1 - 3 * Q$ lub $xi > Q3 + 3 * Q$, gdzie: Q1 – kwartył pierwszy; Q3 – kwartył trzeci, a Q – odchylenie ćwiartkowe = $(Q3 - Q1) / 2$.

Obliczone relacje i wskaźniki posłużyły do pogłębienia analizy efektu i stopnia dźwigni finansowej i zostały zaprezentowane w dalszej części artykułu.

³ Taki podział przyjęto z kilku względów. Po pierwsze praktycznie we wszystkich znanych autorce badaniach dokonywano klasyfikacji właśnie w ten sposób, pomijając wielkość przychodów i sumę bilansową. Łatwiej więc o porównywalność wniosków z badań prowadzonych przez autorkę z innymi badaniami. Po drugie podział przedsiębiorstw na podstawie trzech kryteriów i to na zasadzie, że dwa z trzech muszą zostać spełnione, jest technicznie dosyć trudny i znacznie wydłużyłby czas badań. Pojawił się również problem przeliczania przychodów i sumy bilansowej z kwot euro na walutę polską i zastosowania odpowiedniego kursu historycznego.

5. Wnioski z badań

Przeprowadzone badania potwierdzają dosyć oczywistą tezę, że większe przedsiębiorstwa chętniej korzystają z długu odsetkowego: 66% mikroprzedsiębiorstw, 47% małych przedsiębiorstw i tylko 31% średnich przedsiębiorstw w ogóle nie wykorzystywało dźwigni finansowej w swojej działalności (rys. 1). Przyczyny mogą być różne, np. ograniczony dostęp przedsiębiorstw najmniejszych do kredytów bankowych czy też niechęć właścicieli do korzystania z długu ze względu na potrzebę utrzymania niezależności finansowej.



Rys. 1. Zakres korzystania z dźwigni finansowej w zależności od wielkości przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.

Dalsza analiza przedsiębiorstw korzystających z dźwigni finansowej skłania do wniosku, że w przypadku mikro- i małych przedsiębiorstw 35% jednostek korzystających z długu osiągnęło negatywny efekt dźwigni finansowej, a w przypadku przedsiębiorstw średnich – aż 43% (tab. 2). Zatem przedsiębiorstwa mniejsze rzadziej sięgają po oprocentowany kapitał obcy, ale jeżeli już to robią, to z tego tytułu częściej niż przedsiębiorstwa średnie osiągają korzyści w postaci podniesienia rentowności kapitału własnego.

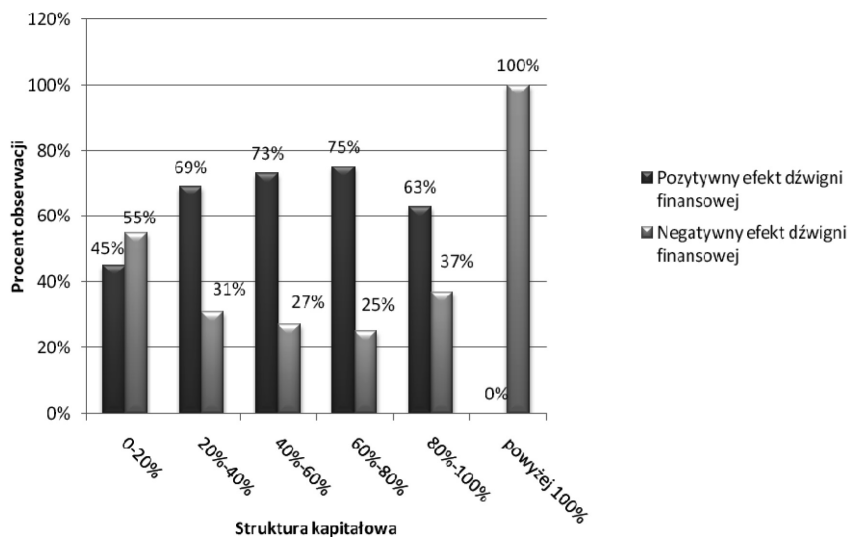
Tabela 2. Efekt dźwigni finansowej w przedsiębiorstwach zadłużonych w zależności od wielkości przedsiębiorstwa (w %)

Wielkość przedsiębiorstwa	Efekt negatywny	Efekt pozytywny	Razem
Mikroprzedsiębiorstwa	35	65	100
Małe przedsiębiorstwa	35	65	100
Średnie przedsiębiorstwa	43	57	100

Źródło: opracowanie własne.

Zaobserwowane zjawisko można uzasadnić, odnosząc się do teorii agencji. W przedsiębiorstwach średnich może występować rozbieżność interesów zarządu i właścicieli. Zarząd w mniejszym stopniu bierze pod uwagę to, czy zadłużanie spółki jest korzystne z punktu widzenia właścicieli i czy poprawia ich zwrot z zaangażowanego kapitału własnego. Zadłużając spółkę, zarząd najprawdopodobniej osiąga również własne cele, np. przeprowadzenie określonej inwestycji. W mikro- i małych przedsiębiorstwach najczęściej przedsiębiorstwem, a co za tym idzie – finansami, zarządza sam właściciel, zatem przed pojęciem decyzji o zadłużeniu się analiza kosztów i korzyści będzie przeprowadzona precyzyjniej niż w firmach średnich.

W kolejnym etapie badań zbadano zależność między dźwignią finansową i strukturą kapitałową. Wyniki analizy zaprezentowano na rys. 2.



Rys. 2. Efekt dźwigni finansowej a struktura kapitałowa w sektorze MSP⁴

Źródło: opracowanie własne.

Wnioski są bardzo interesujące. W przedziale zadłużenia od 0 do 20% przedsiębiorstw, które uzyskały negatywny efekt dźwigni finansowej, było mniej więcej tyle samo, ile było przedsiębiorstw odnotowujących pozytywny efekt dźwigni finansowej. Wraz ze zwiększaniem długu odsetkowego w strukturze kapitałów minimalnie zwiększa się odsetek jednostek z pozytywnym efektem dźwigni finansowej. Przy zadłużeniu od 60 do 80% odsetek przedsiębiorstw z pozytywnym efektem dźwigni finansowej jest najwyższy i wynosi 75. Na tak wysokie zadłużenie decydują się zatem przedsiębiorstwa świadomie korzystające z efektu dźwigni finansowej. Co cie-

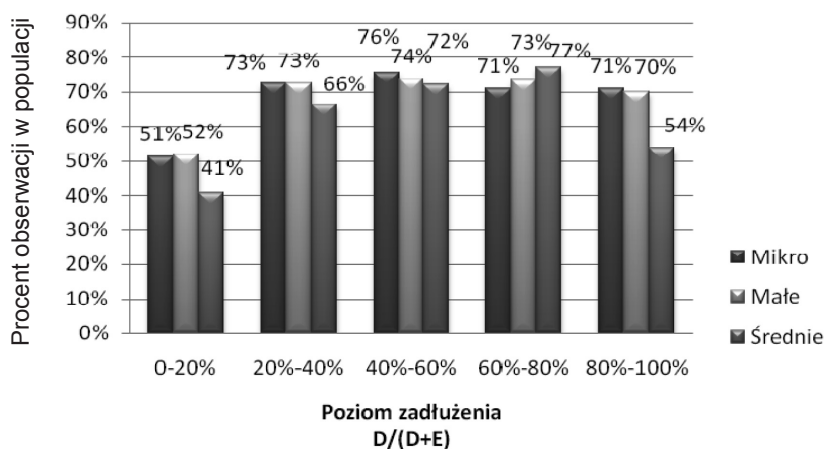
⁴ Strukturę kapitałową powyżej 100% osiągają przedsiębiorstwa z ujemnym kapitałem własnym.

kawe, kiedy zadłużenie zwiększa się powyżej 80%, nie wzrasta gwałtownie procent przedsiębiorstw o negatywnym efekcie dźwigni finansowej, gdyż dochodzi on tylko do wartości 37%. Zatem na tak duży udział długu oprocentowanego w strukturze zadłużenia również decydują się głównie przedsiębiorstwa, które osiągają z tego tytułu korzyści w postaci poprawy rentowności kapitału własnego.

Efekt dźwigni finansowej w zależności od struktury kapitałowej badano również, uwzględniając wielkość przedsiębiorstwa (rys. 3). Analiza ta skłania do następujących wniosków:

1. Wielkość przedsiębiorstwa ma wpływ na występowanie pozytywnego efektu dźwigni finansowej zarówno w pierwszym przedziale sktury kapitałowej: od 0 do 20%, jak i w ostatnim przedziale: od 80 do 100%. Mikro- i małe przedsiębiorstwa z reguły są zarządzane przez właścicieli, a średnie – przez zarząd, w którym mogą nie zasiadać właściciele, ale menedżerowie z zewnątrz. Wpływa to na efekt dźwigni przy zarówno bardzo małym, jak i dużym zadłużeniu.

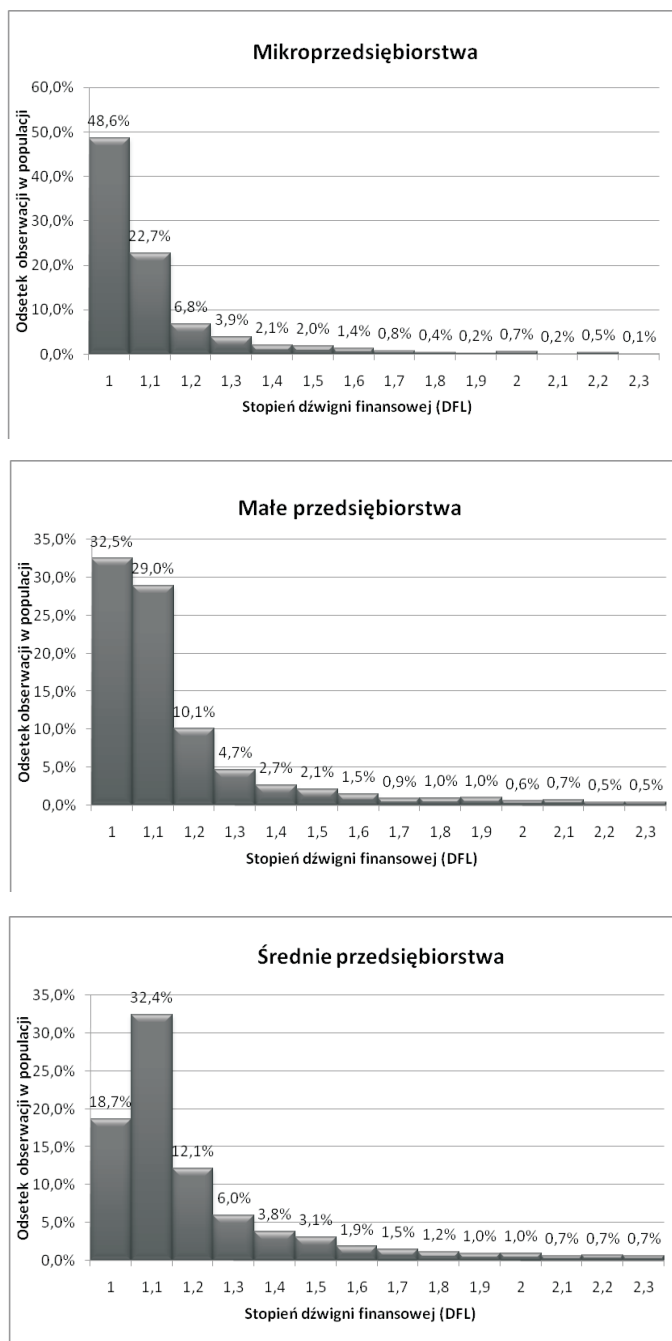
2. W przedziale od 20 do 60% największy odsetek podmiotów o pozytywnym efekcie dźwigni finansowej zaobserwowano wśród mikroprzedsiębiorstw, aczkolwiek struktura przedsiębiorstw o pozytywnym i negatywnym efekcie dźwigni finansowej była bardzo podobna.



Rys. 3. Pozytywny efekt dźwigni finansowej a struktura kapitałowa i wielkość przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.

3. Optymalna struktura kapitałowa, a zatem taka, dla której najczęściej przedsiębiorstw mikro-, małych i średnich osiąga pozytywny efekt dźwigni finansowej, różni się między mikro- i małymi a średnimi przedsiębiorstwami. Dla mikro- i małych przedsiębiorstw jest to przedział od 40 do 60%, a dla średnich przedsiębiorstw – od 60 do 80%.



Rys. 4. Rozkład liczby przedsiębiorstw w zależności od stopnia dźwigni finansowej

Źródło: opracowanie własne.

4. Wydaje się, że przy niewielkim wykorzystaniu długu odsetkowego – do 20% – duża liczba przedsiębiorstw nie kieruje się występowaniem efektu dźwigni finansowej. Może to być związane np. z koniecznością zaciągnięcia kredytu w związku z problemami z płynnością finansową. W takiej sytuacji utrzymanie płynności finansowej jest ważniejsze od uzyskania pozytywnego efektu dźwigni finansowej.

Przedstawione badania potwierdzają, że im mniejsze jest przedsiębiorstwo mierzone liczbą zatrudnionych osób, tym mniejsze jest ryzyko finansowe. Wynika to przede wszystkim z unikania zaciągania długu odsetkowego przez małe przedsiębiorstwa. Uzupełnieniem tych spostrzeżeń jest rys. 4, który obrazuje zależność stopnia dźwigni finansowej od wielkości przedsiębiorstwa. Wysoki stopień dźwigni finansowej zwykle oznacza wyższe ryzyko finansowe. Niski stopień dźwigni finansowej, w granicach 1-1,1, zaobserwowano głównie u mikroprzedsiębiorców (48,6%). Natomiast w przypadku przedsiębiorstw średnich do tego przedziału należało już tylko 18,7% jednostek, a dominujący był przedział 1,1-1,2, do którego należało aż 32% jednostek, podczas gdy w przypadku mikroprzedsiębiorstw było to tylko 22,7%. Porównując kolejne przedziały dotyczące wyższych stopni dźwigni finansowej, obserwujemy tę samą prawidłowość: w mikroprzedsiębiorstwach odsetek przedsiębiorstw należących do konkretnych przedziałów jest najniższy, a w średnich – najwyższy. Przedsiębiorstwa średnie zatem odnotowały stopnie dźwigni finansowej wyższe niż małe i mikroprzedsiębiorstwa, a więc mniejszym przedsiębiorstwom towarzyszyło ryzyko finansowe mniejsze niż przedsiębiorstwom większym.

6. Podsumowanie

Mikro- i małe przedsiębiorstwa w mniejszym zakresie niż przedsiębiorstwa średnie korzystają z długu oprocentowanego, zatem i ryzyko finansowe tych przedsiębiorstw jest mniejsze niż średnich. Jeżeli już sięgają po dług odsetkowy, to osiągają z tego tytułu częściej niż przedsiębiorstwa średnie pozytywny efekt dźwigni finansowej, co może świadczyć o lepszej kalkulacji korzyści i kosztów związanych z korzystaniem z długu, a to natomiast może wynikać z tego, że mikro- i małe przedsiębiorstwa zarządzane są najczęściej przez właścicieli, którzy lepiej dbają o swój interes niż menedżerowie niebędący współwłaścicielami firm.

Przy niewielkim zadłużeniu (do 20%) przedsiębiorstwa rzadziej osiągały pozytywny efekt dźwigni finansowej niż przy zadłużeniu powyżej 20%. Zatem motywem zaciągania kredytów lub pożyczek przedsiębiorstw o niewielkim udziale długu odsetkowego mogła być potrzeba zachowania płynności finansowej, a nie poprawa rentowności kapitału własnego.

Podsumowując, należy zauważyć, że skoro ryzyko finansowe w małych przedsiębiorstwach jest mniejsze niż w większych, to zwiększone ryzyko bankructwa w mikro- i małych przedsiębiorstwach wynikać może z ryzyka operacyjnego i innych uwarunkowań działalności.

Literatura

- Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, One Press, Gliwice 2007.
- Dudycz T., *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, AE, Wrocław 2002.
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2001.
- Jamroży M., *Finansowanie spółki z o.o. pożyczką wspólnika a opodatkowanie*, [w:] *Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, red. J. Ostaszewski, SGH, Warszawa 2009.
- Lopez-Gracia J., Aybar-Arias C., *An empirical approach to the financial behaviour of small and medium sized companies*, "Small Business Economics" 2000, vol. 14, no 1.
- Prędkiewicz K., *Praktyka zarządzania zobowiązaniami w sektorze MSP*, [w:] *Współczesne problemy analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, red. S. Wrzosek, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 9 (1209), AE, Wrocław 2008.
- Prędkiewicz K., *Wyplacalność małych i średnich przedsiębiorstw*, [w:] *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, red. J. Duraj, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007.
- Przedsiębiorczość w Polsce 2005*, Ministerstwo Gospodarki i Pracy, dokument przyjęty przez Radę Ministrów 21 czerwca 2005 r.
- Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2007-2008*, red. A. Żoźniński, PARP, Warszawa 2009.
- Rivaud-Danset D., *Comparison between the financial structure of SME versus large enterprise Rusing the BACH databank*, Université Paris XIII Nord – Faculte de Sciences Economiques, Paris 1998.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D., *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.
- Wrzosek S., Dudycz T., *Analiza finansowa. Problemy metodyczne w ujęciu praktycznym*, AE, Wrocław 2003.

FINANCIAL RISK IN MICRO-, SMALL AND MEDIUM ENTREPRENEURSHIP

Summary: The article is about financial risk in micro, small and medium companies. The author presents empirical research connected with the degree of financial leverage and positive and negative effects of financial leverage in micro, small and medium companies and proofs that financial risk in micro and small companies is not high because the degree of financial leverage is quite low (near 1) and is connected with the size of a company. Also micro and small firms have more frequently positive effect of financial leverage than bigger firms.