

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

271

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Tom 2



Redaktorzy naukowi

Adam Kopiński, Tomasz Słoński,

Bożena Ryszawska



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kozuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Justyna Mroczkowska

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-219-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-227-7 t. 2

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Aneta Michalak: Wybrane aspekty finansowania inwestycji rozwojowych w branżach kapitałochłonnych	11
Grzegorz Mikołajewicz: Społeczna odpowiedzialność biznesu (CSR), etyka biznesu i wartości korporacyjne	23
Sebastian Moskal: Zastosowanie instrumentu <i>credit default swap</i> do szacowania stopy wolnej od ryzyka na potrzeby wyceny wartości przedsiębiorstwa	34
Krzysztof Możejko: Efektywność analizy portfelowej w zmiennych warunkach inwestycyjnych	47
Rafał Nagaj: Analysis of public finances in Poland and the EU during the financial/economic crisis in 2008-2010	60
Witold Niedzielski: Najem długoterminowy samochodów jako alternatywa dla leasingu. Studium przypadku	71
Jarosław Nowicki: Szacowanie stopy podatku dochodowego w wycenie przedsiębiorstw niebędących spółkami kapitałowymi	83
Józef Osoba, Marcin Czarnacki: Wykorzystanie <i>mezzanine capital</i> w zrównoważonym modelu struktury kapitału przedsiębiorstwa	92
Dorota Ostrowska: Sprawność zarządzania środkami finansowymi uczestników rynku emerytalnego w Polsce	107
Przemysław Panfil: Przyjmowanie przez ministra finansów środków w depozyt lub w zarządzanie. Wnioski <i>de lege lata</i>	118
Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz: Zagadka dyskonta w wycenach zamkniętych funduszy inwestycyjnych z perspektywy inwestora	127
Agnieszka Piechocka-Kaluźna: Znaczenie współczynnika wypłacalności jako miernika bezpieczeństwa funkcjonowania banków komercyjnych ...	141
Katarzyna Prędkiewicz: Is it possible to measure a funding gap?	152
Katarzyna Prędkiewicz: Limity inwestycyjne funduszy <i>venture capitals</i> i aniołów biznesu	160
Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz: Analiza płynności statycznej grup kapitałowych na przykładzie przemysłu metalowego	170
Anna Pyka: Zewnętrzne formy finansowania działalności operacyjnej oraz inwestycji w małych i średnich przedsiębiorstwach w okresie kryzysu gospodarczego	183
Anna Pyka: Motywy emisji „obligacji węglowych” jako specyficznych obligacji korporacyjnych opartych na świadczeniach niepieniężnych	193
Anna Rosa, Wojciech Rosa: The impact of seasonality on the level of working capital needs	203

Jerzy Różański, Jakub Marszałek: Struktura finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego	215
Jerzy Różański, Dorota Starzyńska: Finansowe i pozafinansowe czynniki rozwoju przedsiębiorstw rodzinnych w regionie łódzkim	226
Józef Rudnicki: Can stock splits generate abnormal stock performance in post-crisis era? Evidence from the New York Stock Exchange.....	237
Włodzimierz Rudny: Model biznesu w procesie tworzenia wartości.....	248
Iwona Sajewska, Artur Stefański: Źródła finansowania wybranych przedsiębiorzeń w zakresie produkcji energii z zasobów odnawialnych w Polsce	259
Alicja Sekuła: Property revenues (PRS) and expenditures of local government units (LGUS) in Poland	270
Paweł Sekuła: Empiryczny test strategii fundamentalnej.....	280
Przemysław Siudak: Wpływ Wałbrzyskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej na sektor finansów publicznych	290
Tomasz Skica: Efektywność działania jednostek samorządu terytorialnego .	306
Michał Soliwoda: Rzeczowe aktywa trwałe a cykl inkasa należności, obrotu zapasami i regulowania zobowiązań	317
Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek: Bariery finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego	327
Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz: Czy zamówienia publiczne sprzyjają innowacyjności przedsiębiorstw?	336
Artur Stefański: Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej spółek giełdowych a cena rynkowa akcji.....	346
Igor Styn: Zakres wykorzystania funduszy pomocowych w finansowaniu inwestycji w odnawialne źródła energii w Polsce w stosunku do potrzeb inwestycyjnych	355
Alina Szewc-Rogalska: Wykup akcji własnych przez spółki giełdowe jako forma dystrybucji wartości dla akcjonariuszy	365
Piotr Szkudlarek: Inwestycje operatorów telekomunikacyjnych jako czynnik ograniczania wykluczenia cyfrowego w Polsce.....	374
Aneta Szóstek: Nabywanie nieruchomości w Polsce przez inwestorów zagranicznych.....	383
Piotr Szymański: Propozycja nowego standardu wartości uwzględniającego koszty zewnętrzne	394
Tomasz Śpiewak: Kierunki modyfikacji metody Baumola zarządzania środkami pieniężnymi – model linii kredytowej.....	406
Beata Trzaskuś-Zak: Budowa modelu prognostycznego należności spłacanych terminowo metodą harmoniczną i metoda Kleina.....	418
Dariusz Urban: Państwowe fundusze majątkowe jako inwestor finansowy ..	434
Ewa Widz: Efektywność wyceny rynkowej kontraktów futures na kurs euro na GPW w Warszawie	443

Paweł Wnuczak: Stopa zwrotu z kapitałów własnych (ROE) jako jedna z podstawowych determinant kreacji wartości przedsiębiorstwa	454
Robert Wolański: Zakres wykorzystania preferencji podatkowych w podatku dochodowym przez małe i średnie przedsiębiorstwa.....	467
Justyna Zabawa: Zastosowanie metody AHP w procesie finansowania inwestycji w odnawialne źródła energii	475
Dariusz Zawadka: Aktywność funduszy <i>venture capital</i> w ramach alternatywnych systemów obrotu	488
Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta: Samofinansowanie produkcji rolniczej a poziom aktywności inwestycyjnej towarowych gospodarstw rolnych – analiza porównawcza sytuacji w Polsce na tle Unii Europejskiej.....	498
Grzegorz Zimon: Zarządzanie zapasami w przedsiębiorstwach tworzących zintegrowany system dostaw	509
Aleksandra Zygmunt: Analiza płynności finansowej spółek giełdowych branży przemysłu spożywczego w Polsce.....	519

Summaries

Aneta Michalak: Chosen aspects of financing development investments in capital-consuming industries.....	22
Grzegorz Mikołajewicz: Corporate Social Responsibility (CSR), business ethics and corporate values.....	33
Sebastian Moskal: Application of credit default swap in order to estimate risk free rate in the process of company's valuation	46
Krzysztof Możejko: Effectiveness of portfolio analysis in variable conditions on capital markets	59
Rafał Nagaj: Analiza finansów publicznych w Polsce i Unii Europejskiej w czasie kryzysu finansowego i gospodarczego w latach 2008-2010.....	70
Witold Niedzielski: Long-term rent with fleet management as an alternative for lease of cars. Case study	82
Jarosław Nowicki: Estimating the income tax rate in valuation of other enterprises than limited liability or joint-stock companies	91
Józef Osoba, Marcin Czarnacki: The use of mezzanine capital in an equilibrium model of capital structure of an enterprise.....	106
Dorota Ostrowska: Quality management of the pension market participants' financial means in Poland.....	117
Przemysław Panfil: The rules of free funds transfer to the Minister of Finance in the deposit or management – attempt to assess	126
Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz: Mystery of discount in valuations of closed-end funds from the investor's perspective	140

Agnieszka Piechocka-Kaluźna: The role of insolvency ratio in assessing safety and ability for continuance of commercial banks.....	151
Katarzyna Prędkiewicz: Czy można zbadać lukę finansową?	159
Katarzyna Prędkiewicz: Venture capital and business angels investment limits	169
Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz: Analysis of static financial liquidity in capital groups on the example of metal industry	182
Anna Pyka: External forms of working-capital and capital-expenditure financing for small and medium-sized businesses in times of an economic crisis.....	192
Anna Pyka: The motives for issuing “coal bonds” as a specific corporate bonds based on non-financial benefits	202
Anna Rosa, Wojciech Rosa: Wpływ sezonowości na poziom kapitału obrotowego.....	214
Jerzy Różański, Jakub Marszałek: Family business financial structure analysis of the Łódź region companies.....	225
Jerzy Różański, Dorota Starzyńska: Financial and non-financial factors of family enterprise development in the Łódź region.....	236
Józef Rudnicki: Czy podział akcji może być źródłem ponadprzeciętnych stóp zwrotu w czasach po kryzysie 2007-2009? Przykład Nowojorskiej Giełdy Papierów Wartościowych.....	247
Włodzimierz Rudny: Business model in value creation process	258
Iwona Sajewska, Artur Stefański: Main sources of funding for production ventures energy from renewable resources in Poland	269
Alicja Sekuła: Dochody i wydatki majątkowe jednostek samorządu terytorialnego	279
Paweł Sekuła: Empirical test of fundamental strategy.....	289
Przemysław Siudak: The influence of “Invest-Park” – Wałbrzych Special Economic Zone on public finance sector	305
Tomasz Skica: Effectiveness of activities of local government units	316
Michał Soliwoda: Tangible fixed assets vs. receivables, turnover and payables conversion cycles	326
Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek: Family business financing barriers analysis of the Łódź region companies.....	335
Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz: Can public procurement stimulate innovativeness of enterprises?	345
Artur Stefański: Operating cash flow of firms listed on stock exchange and the price of stocks	354
Igor Styn: The scope of aid funds use in financing investments in renewable energy in Poland in comparison to investment needs	364
Alina Szewc-Rogalska: Share repurchase by publicly listed companies as a form of value distribution for shareholders	373

Piotr Szkudlarek: Telecommunication operators' investments as a factor limiting the digital exclusion in Poland	382
Aneta Szóstek: Acquiring properties in Poland by foreign investors	393
Piotr Szymański: The idea of a new standard of value which takes into account the external costs.....	405
Tomasz Śpiewak: Directions of modifications of the Baumol cash management model – line of credit model.....	417
Beata Trzaskus-Żak: Construction of the prognostic model of paid-in-term receivables using the harmonic method and the Klein method.....	433
Dariusz Urban: Sovereign Wealth Funds as a financial investor	442
Ewa Widz: Efficiency of market valuation of euro futures on the Warsaw Stock Exchange.....	453
Paweł Wnuczak: Return on equity (ROE) as one of fundamental determinants of company's value creation	466
Robert Wolański: The scope of the use of tax expenditures in income tax for small and medium enterprises.....	474
Justyna Zabawa: The application of the AHP method in the process of financing renewable energy sources projects.....	487
Dariusz Zawadka: Venture Capital activity in alternative investment markets	497
Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta: Self-financing of agricultural production vs. the level of commercial farms' investment activity – comparative analysis of the situation in Poland on the basis of the European Union	508
Grzegorz Zimon: Inventory management in enterprises creating an integrated supply system.....	518
Aleksandra Zygmunt: Financial liquidity analysis of quoted enterprises belonging to food industry in Poland	531

Anna Pyka

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

ZEWNEŹTRZNE FORMY FINANSOWANIA DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ ORAZ INWESTYCJI W MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTWACH W OKRESIE KRYZYSU GOSPODARCZEGO

Streszczenie: Małe i średnie przedsiębiorstwa, uznawane za te, które w głównej mierze decydują o aktywności gospodarczej, wciąż napotykać liczne bariery w prowadzeniu działalności. Do głównych barier zalicza się problemy z utrzymaniem płynności finansowej oraz z pozyskiwaniem zewnętrznych źródeł finansowania inwestycji. Celem artykułu jest wskazanie instrumentów, które MŚP wykorzystują w finansowaniu działalności operacyjnej i inwestycyjnej, ze szczególnym uwzględnieniem warunków ograniczonego dostępu do kapitału, tj. kryzysu gospodarczego.

Słowa kluczowe: źródła finansowania, przedsiębiorstwo.

1. Wstęp

W 2010 r. w Polsce działalność gospodarczą prowadziło 1,7 mln przedsiębiorstw niefinansowych¹. Podobnie jak w latach poprzednich, wśród wszystkich przedsiębiorstw dominowały jednostki małe, stanowiąc 98,9% całej populacji². Małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP) są zatem najważniejszą siłą gospodarki. Jednak aby MŚP mogły kontynuować swój byt, muszą nieprzerwanie uzupełniać i powiększać kapitał. Kapitał może dopływać do przedsiębiorstwa z różnych źródeł i w różnej formie. Ich dobór lub raczej dostępność zależy od fazy rozwoju i związanych z nią: wielkości firmy, formy własności i innych uwarunkowań wewnętrznych, oraz od sytuacji w otoczeniu firmy, czyli uwarunkowań zewnętrznych.

¹ Dane nie obejmują jednostek zaklasyfikowanych według PKD do sekcji A (rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo), K (działalność finansowa, ubezpieczeniowa), O (administracja publiczna i obrona narodowa, obowiązkowe zabezpieczenie społeczne). Źródło: [*Działalność przedsiębiorstw...* 2011, s. 15].

² Wśród nich z kolei najliczniejszą grupą są mikroprzedsiębiorstwa (zatrudniające do 9 osób), które stanowią 95,9% całej populacji. Udział jednostek średnich i dużych stanowił odpowiednio 0,9% i 0,2% wszystkich przedsiębiorstw. Źródło: [*Działalność przedsiębiorstw...* 2011, s. 15].

Biorąc pod uwagę podstawową klasyfikację kapitału (według kryterium własności), można wymienić kapitał własny i kapitał obcy. Kapitał własny może być pozyskiwany ze źródeł wewnętrznych i zewnętrznych. Za kapitał własny wewnętrzny przyjmuje się wypracowany i pozostający do dyspozycji przedsiębiorstwa zysk netto, czyli tzw. zysk zatrzymany. Pozyskanie kapitału własnego zewnętrznego następuje, w zależności od formy prawnej przedsiębiorstwa, m.in. w postaci wkładów, udziałów, emisji akcji (pierwszej i kolejnych), wpłaty wpisowego z tytułu przyjęcia nowych wspólników, *venture capital/private equity* itp. Kapitały własne zewnętrzne zależą od formy organizacyjno-prawnej własności przedsiębiorstwa.

Kapitały obce, podobnie jak kapitały własne, mogą mieć formę kapitału wewnętrznego (zobowiązania wobec pracowników, rezerwy) i zewnętrznego (kredyty, pożyczki, emisja dłużnych papierów wartościowych itp.). Kapitał obcy reprezentuje zobowiązania przedsiębiorstwa wobec pożyczkodawców i kredytodawców. Dawca kapitału obcego nie ma wpływu na podejmowane przez przedsiębiorstwo decyzje. Korzystanie z kapitału obcego pozwala pozyskać kapitał bez powiększania grona właścicieli kapitałów, umożliwia też utrzymanie płynności finansowej przedsiębiorstwa w razie zmiennego zapotrzebowania na środki pieniężne do finansowania majątku obrotowego³.

Kapitał może służyć do finansowania działalności operacyjnej przedsiębiorstwa, wówczas pełni funkcję kapitału obrotowego, lub może służyć do finansowania działalności inwestycyjnej – pełniąc funkcję kapitału inwestycyjnego. Kapitał w działalności operacyjnej służy utrzymaniu płynności finansowej, a w działalności inwestycyjnej – do pomnażania szeroko rozumianych zasobów. Im większa będzie wielkość zgromadzonego przez przedsiębiorstwo kapitału, tym większe są możliwości inwestycyjne przedsiębiorstwa w zakresie podejmowania przedsięwzięć rozwojowych i tym większe będą potencjalne efekty ich wykorzystania w działalności operacyjnej.

Gospodarka majątkiem i kapitałami przedsiębiorstwa polega na tym, aby upłynianie majątku było zsynchronizowane z terminami wymagalności zobowiązań pieniężnych. Chodzi o to, by nie doprowadzić do sytuacji, w której mógłby wystąpić brak środków pieniężnych na spłatę wymagalnych zobowiązań. Zdolność przedsiębiorstwa do pokrywania bieżących płatności, czyli zachowanie krótkookresowej zdolności do wywiązywania się ze swoich zobowiązań płatniczych, określa się mianem płynności finansowej. Ocena tej zdolności pozwala odpowiedzieć na pytanie, czy przedsiębiorstwo jest w stanie spłacać swe bieżące zobowiązania (wymagane

³ Cechą charakterystyczną kapitału obcego jest ściśle określony czas, na jaki pozostaje w dyspozycji przedsiębiorstwa, co oznacza, że w terminie wymagalności musi być zwrócony. Zaciągnięty przez przedsiębiorstwo kapitał obcy ma też charakter uprzywilejowany przed kapitałem własnym, gdy przedsiębiorstwo znajduje się w likwidacji lub upadłości, ponieważ roszczenia wierzycieli są zaspokajane w pierwszej kolejności, przed roszczeniami właścicieli kapitału własnego. Kapitał ten jest na ogół niezbędny w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa, gdyż poszerza jego bazę kapitałową i stwarza możliwość powiększania działalności.

w ciągu jednego roku) swymi bieżącymi aktywami, a więc takimi, które mogą być szybko zamienione na gotówkę⁴. Ważnym zagadnieniem dla utrzymywania płynności finansowej jest sposób finansowania majątku obrotowego. Na kapitał obrotowy składają się oprócz zobowiązań handlowych także krótkoterminowy kapitał pożyczkowy (m.in. kredyty bankowe, pożyczki). Ważne jest też, aby część majątku obrotowego finansować kapitałem stałym, który jest zabezpieczeniem płynności przedsiębiorstwa. Mówi się wówczas o kapitale obrotowym netto (kapitale pracującym) jako tej części kapitału stałego, która finansuje majątek obrotowy⁵. Kapitał inwestycyjny jest przeznaczony na sfinansowanie majątku trwałego. Typowy kapitał inwestycyjny ma charakter średnio- lub długoterminowy. MŚP mają możliwość finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych wieloma instrumentami. Do najbardziej znanych przedsiębiorstw zaliczyć można: kredyty, pożyczki, środki z UE⁶, leasing.

2. Popularność form finansowania działalności operacyjnej i inwestycyjnej MŚP w polskiej praktyce gospodarczej

Jak wynika z danych GUS, problemy z otrzymywaniem należności i regulowaniem swoich zobowiązań ma coraz więcej firm. W pierwszym kwartale 2012 r. terminowo płaciły jedynie przedsiębiorstwa duże (o liczbie pracujących powyżej 250 osób). Przedsiębiorstwa na koniec 2011 r. zalegały kontrahentom co najmniej 1,2 mld zł. To wzrost o przeszło jedną trzecią w porównaniu z końcem 2010 r. Z badania wywiadowni gospodarczej D&B Poland wynika, że w skali dwóch lat w porównaniu z kryzysowym 2009 r. wartość niezapłaconych na czas faktur wzrosła aż o 48% [Fandrejewska 2011, s. B3].

Według badania przeprowadzonego w styczniu 2012 r. wśród prawie 2,5 tys. przedsiębiorstw, przedsiębiorstwa więcej niż co piątą fakturę płaciły po terminie. Dodat-

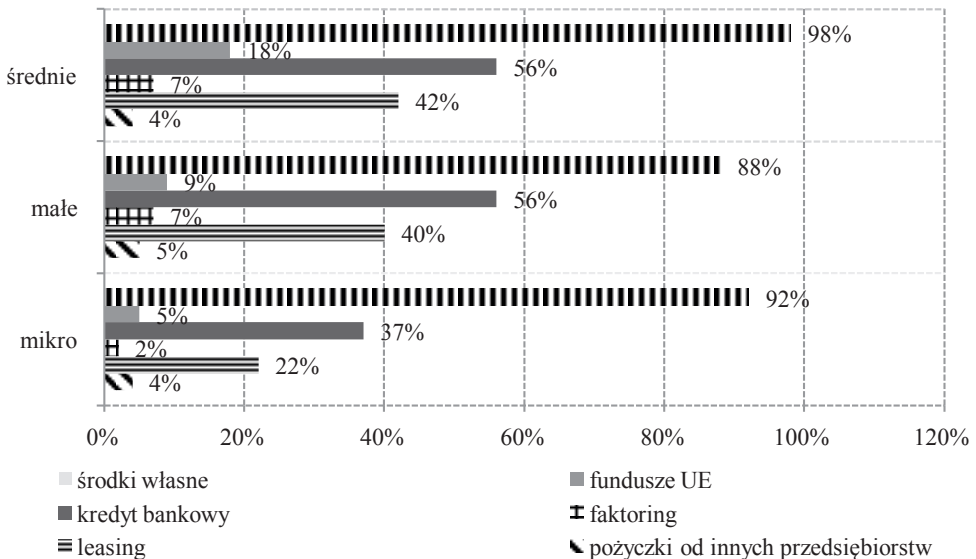
⁴ Najczęściej spotykanymi wskaźnikami służącymi do oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa są: a) wskaźnik bieżącej płynności (*current ratio*), b) wskaźnik szybki, zwany także kwaśnym testem (*quick ratio* lub *acid-testratio*) lub też wskaźnikiem podwyższonej płynności, c) wskaźnik płynności gotówkowej (*cash ratio*). Szerzej: [Bednarski 2007, s. 78-81; Golawska-Witkowska, Rzeczycka, Zalewski 2006, s. 114-118].

⁵ Problemy udziału kapitałów własnych i długoterminowych kapitałów obcych w finansowaniu majątku obrotowego są ujęte w strategiach finansowania aktywów obrotowych, z którymi w bezpośrednim związku pozostaje wielkość wskaźnika bieżącej płynności. Szerzej na temat strategii finansowania aktywów obrotowych i ich wpływie na poziom płynności: [Michalski 2005, s. 111-114; Sierpińska, Wędzki 2005, s. 106-108].

⁶ W latach 2007-2013 MŚP mogą korzystać ze środków z dwóch programów: Programu Operacyjnego Kapitał Ludzki oraz Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka. Pierwszy z nich, w którym do dyspozycji jest 11,5 mld euro, jest finansowany w 85% ze środków Unii Europejskiej, a w 15% ze środków krajowych. W drugim programie przedsiębiorcy mają do dyspozycji niemal 5 mld euro. Oba programy mają przyczynić się do rozwoju gospodarczego, spadku bezrobocia i unowocześnienia firm, tak by w konsekwencji stały się bardziej konkurencyjne na rynkach polskim i europejskim.

kowo potrzebują na to coraz więcej czasu. Przeciętnie są to cztery miesiące i dziewięć dni (po terminie zapłaty). W czwartym kwartale 2011 r. było to o dwa tygodnie mniej [Białowolski 2012, s. 4-7].

Badania wskazują, że na początku 2011 r. tylko co dziewiąta firma przyznała, iż nie ma problemów z odzyskiwaniem należności. W lipcu 2011 r. było to niespełna 20% przedsiębiorstw. Więcej problemów z odzyskiwaniem należności mają małe przedsiębiorstwa. Ich faktury są realizowane przeciętnie po 4,5 miesiąca (duże i średnie firmy otrzymują pieniądze miesiąc szybciej). Dla 60% małych przedsiębiorstw zatory płatnicze są barierą dalszego funkcjonowania. W najszybszym tempie zatorów płatniczych przybywa w firmach handlowych i budowlanych [Fandrejewska 2012, s. B2]. W budownictwie zatory rosną, bo sporo dużych firm przyjęło warunki przetargowe inwestycji, mimo że były trudne do spełnienia. Do wzrostu zatorów przyczynia się również specyfika sposobu płatności za inwestycje infrastrukturalne i finansowane z pieniędzy UE, które są długo rozliczane [Cieślak-Wróblewska 2011, s. B3].



Rys. 1. Źródła finansowania w zależności od wielkości firmy (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *MŚP pod lupą*, badanie TNS Pentor dla Europejskiego Funduszu Leasingowego, 9-23.08.2011, s. 17.

Jak pokazują badania przeprowadzone przez TNS Pentor⁷, małe i średnie firmy najczęściej wykorzystują środki własne jako źródło finansowania⁸. Jak wynika z rys. 1, aż 98% średnich przedsiębiorstw, 92% mikro- oraz 88% małych przedsiębiorstw wykorzystuje środki własne do finansowania działalności operacyjnej i inwestycyjnej. Z zewnętrznych źródeł największą popularnością cieszyły się kredyty bankowe. O kredycie bankowym mówi już 56% małych i średnich firm (37% mikroprzedsiębiorstw). Z kolei z leasingu korzysta 40% małych i 42% średnich przedsiębiorstw. W przypadku wykorzystywania funduszy unijnych widać, że najlepiej radzą sobie z tym średnie firmy. Z tych środków korzysta niemal 1/5 z nich. To znaczna różnica w porównaniu z małymi firmami, wśród których z unijnych pieniędzy korzysta tylko 9%, i firmami mikro, gdzie ten odsetek wynosi zaledwie 5%. Aż 71% małych i średnich firm nigdy nie starało się o pozyskanie dodatkowych środków z funduszy unijnych czy międzynarodowych instytucji finansowych. 27% przedsiębiorców odpowiedziało, że starało się o pieniądze z Unii Europejskiej, a tylko 3% wspomniało o międzynarodowych instytucjach finansowych. Do finansowania działalności operacyjnej faktoring wykorzystuje 7% małych i średnich przedsiębiorstw i tylko 2% mikroprzedsiębiorstw [*MŚP pod lupą...* 2011, s. 18].

Wartość nakładów inwestycyjnych poniesionych przez MŚP w 2010 r. wyniosła 71,3 mld zł (w tym nakłady małych przedsiębiorstw – 41,7 mld zł, średnich przedsiębiorstw – 29,6 mld zł). W 2010 r. struktura nakładów inwestycyjnych małych podmiotów kształtowała się bardzo podobnie jak w latach poprzednich: 82,5% stanowiły nakłady na nowe obiekty majątkowe oraz ulepszenie istniejących (dla mikroprzedsiębiorstw było to 84,3%), a 17,5% – na zakup używanych środków trwałych (dla mikroprzedsiębiorstw było to 15,7%). Przedsiębiorstwa średnie 86% poniesionych nakładów przeznaczyły na zakup nowych obiektów majątkowych [*Działalność przedsiębiorstw...* 2011, s. 15, 22, 29, 35].

Jeśli małe i średnie firmy w Polsce decydują się na inwestycje, to jako źródło finansowania swoich inwestycji wybierają przede wszystkim własne oszczędności, a dopiero potem zewnętrzne środki, takie jak kredyt bankowy czy leasing. Również dane Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości z 2010 r. potwierdzają, że ponad 70% przedsiębiorców jako źródło finansowania swoich inwestycji wskazało środki

⁷ *MŚP pod lupą*, badanie TNS Pentor dla Europejskiego Funduszu Leasingowego, przeprowadzone w dniach 9-23.08.2011 na próbie 600 małych i średnich przedsiębiorstw dobranych metodą losowo-kwotową, s. 4.

⁸ Mniejsze zainteresowanie zewnętrznymi źródłami finansowania wśród małych i średnich firm wcale nie wynika z nieznamomości lub małej świadomości istnienia takich możliwości. Przedsiębiorcy zapytani w badaniu o znane im źródła finansowania znacznie częściej od środków własnych (57%) spontanicznie wymieniali kredyty bankowe (84%). Na trzecim miejscu znalazł się leasing, na który wskazało 44% firm. Faktoring odnotował 11% wskazań, a pożyczki od innych przedsiębiorców bądź instytucji innych niż banki uzyskały odpowiedzi na poziomie 6%. Spontanicznie przedsiębiorcy nie wymieniali za to takich źródeł finansowania, jak chociażby środki z międzynarodowych instytucji finansowych czy też fundusze *venture capital*. Źródło: [*MŚP pod lupą...* 2011, s. 18].

własne [Stan dostępu... 2010]. Zewnętrzne źródła finansowania cieszyły się mniejszą popularnością. Wzrost popularności zewnętrznych źródeł finansowania, w tym kredytów, może spowodować fakt, że banki w pierwszym półroczu 2011 r. złagodzą swoją politykę kredytową wobec przedsiębiorców. Chodzi m.in. o spadek marż. Jako główną przyczynę takich decyzji wskazywały przede wszystkim wzrost presji konkurencyjnej ze strony innych banków. Sytuacja wydaje się więc sprzyjać temu, aby firmy decydowały się na poszukiwanie zewnętrznego finansowania. Tak się jednak nie dzieje, bo w tym samym czasie, gdy dostępność kredytów rośnie, popyt na nie spada. Według NBP zainteresowanie kredytami bankowymi wśród przedsiębiorców utrzyma się na niskim poziomie, dopóki postrzegane przez firmy ożywienie koniunktury nie będzie na tyle trwałe, by „skłonić je do zwiększenia aktywności inwestycyjnej w skali przekraczającej posiadane środki własne” [Informacja o kondycji... 2011, s. 39].

3. Bariery w pozyskiwaniu finansowania ze źródeł zewnętrznych

W badaniu *MŚP pod lupą* 52% przedsiębiorstw, które nie korzystają z zewnętrznych źródeł finansowania, mówi, że nie ma takiej potrzeby, bo wystarczają im środki własne. Inni przedsiębiorcy wskazują jednak na problemy związane z pozyskiwaniem zewnętrznego kapitału. W graficznym ujęciu te bariery przedstawia rys. 2. Jak wynika z rysunku, co czwarte MŚP wskazuje na zbyt dużą biurokrację, a co piąte na skomplikowane i czasochłonne procedury uzyskania finansowania. 18% MŚP obawia się zbyt wysokich wymogów stawianych przez instytucje finansujące. Nie bez znaczenia są też koszty pozyskania kapitału – na zbyt wysokie koszty pozyskania kapitału wskazuje 13% przedsiębiorstw. Wśród innych znaczących barier pojawił się jeszcze wymóg posiadania zabezpieczenia na zaciągane zobowiązanie (13%) oraz konieczność sporządzania wielu dokumentów (11%).

To, co może dziwić, to brak wiedzy przedsiębiorców dotyczącej innych niż leasing i kredyt zewnętrznych form finansowania. Brak wiedzy jako barierę w pozyskiwaniu środków z zewnętrznych źródeł wskazuje 9% przedsiębiorstw. O braku wystarczającej wiedzy o środkach z międzynarodowych instytucji finansowych świadczy fakt, że tylko 2% małych i średnich firm uznało, że środki z międzynarodowych instytucji finansowych są zdecydowanie dla nich, a 13% stwierdziło, że ta forma jest „raczej dla takich firm jak moja”. Brak wiedzy lub mała wiedza na temat zewnętrznych źródeł finansowania powodują, że firmom bardzo potrzebna jest rzetelna i szybka informacja, która pozwoliłaby im podejmować właściwe decyzje dotyczące finansowania inwestycji. Mali i średni przedsiębiorcy, poszukując informacji o źródłach finansowania, z reguły nie korzystają z pomocy innych osób czy zewnętrznych instytucji. Jeżeli już się na to decydują, wybór pada przede wszystkim na instytucję finansową, która jednocześnie udziela finansowania (20%), lub na wyspecjalizowane biura doradcze (24%).



Rys. 2. Bariery w korzystaniu z finansowania (w %)

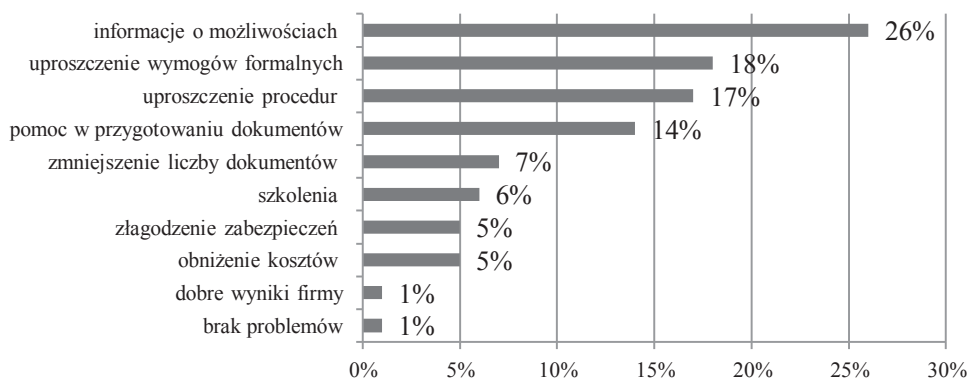
Źródło: opracowanie własne na podstawie: *MŚP pod lupą*, badanie TNS Pentor dla Europejskiego Funduszu Leasingowego, 9-23.08.2011, s. 40.

Mniejszym problemem okazały się natomiast obawy związane z trudnościami z przyszłą spłatą (6%) czy konieczność jednoczesnego zainwestowania środków własnych (4%), co ma szczególne znaczenie zwłaszcza w przypadku starań o środki unijne. Tylko 1% respondentów stwierdził, że pozyskiwaniu finansowania nie towarzyszą żadne bariery.

Jeżeli MŚP decydują się na pozyskanie finansowania zewnętrznego, to za najłatwiej dostępne źródła zdecydowanie uznają kredyt bankowy oraz leasing. Zdaniem 77% respondentów z leasingu można skorzystać „bardzo łatwo” lub „raczej łatwo”. W przypadku kredytów bankowych odsetek tego typu odpowiedzi sięgnął 49%. Również odsetek negatywnych odpowiedzi jest niższy w przypadku leasingu niż w przypadku kredytu. O tym, że leasing jest „raczej trudno” bądź „bardzo trudno” dostępny, jest przekonanych 4% firm. W przypadku kredytów ten odsetek to już 27%. Spore obawy małych i średnich przedsiębiorstw wzbudzają natomiast inne formy finansowania zewnętrznego. Wśród nich negatywnie wyróżniają się wspomniane już wcześniej środki unijne, które 66% firm uznaje za „raczej trudno” lub „bardzo trudno” dostępne. Finansowanie unijne staje się bardziej popularne wraz ze wzrostem wielkości firmy.

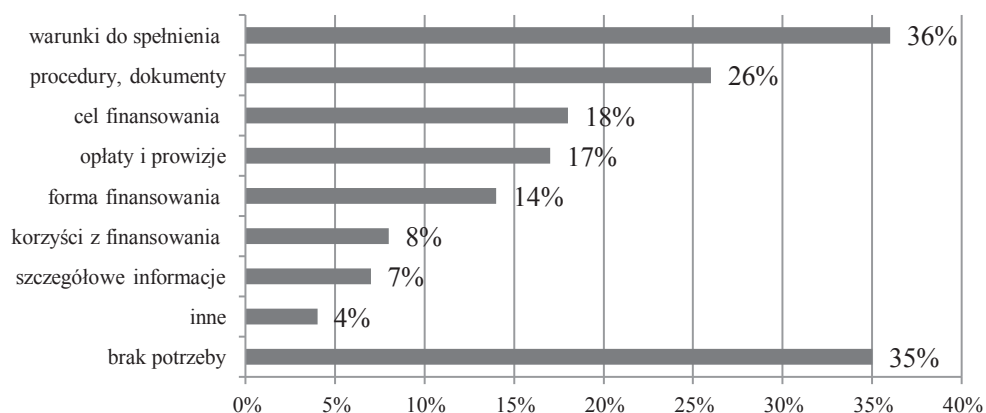
Zdaniem małych i średnich przedsiębiorstw dużym ułatwieniem w pozyskaniu finansowania zewnętrznego byłoby dla nich dostarczanie przez instytucje finansowe informacji o możliwych sposobach finansowania inwestycji (zob. rys. 3).

Na tę sprawę zwróciło uwagę co czwarte przedsiębiorstwo. Z kolei 18% firm wspomniało o uproszczeniu procedur i wymogów formalnych stawianych im przez instytucje. Wśród najważniejszych postulatów znalazły się także uproszczenie samych procedur uzyskania finansowania (17%) oraz pomoc w przygotowaniu niezbędnej dokumentacji (14%). Mniejsze znaczenie firmy przypisują za to ułatwieniom w postaci zmniejszenia liczby dokumentów (7%), szkoleń z możliwych sposobów finansowania (6%) czy złagodzenia zasad dotyczących zabezpieczeń na zaciągane zobowiązania (5%). Również dla 5% sporym ułatwieniem byłoby obniżenie kosztów pozyskania kapitału, oprocentowania, opłat i prowizji.



Rys. 3. Pożądane ułatwienia w pozyskiwaniu finansowania (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *MŚP pod lupą*, badanie TNS Pentor dla Europejskiego Funduszu Leasingowego, 9-23.08.2011, s. 41.



Rys. 4. Informacje potrzebne do podjęcia decyzji o finansowaniu (w %)

Źródło: *MŚP pod lupą*, badanie TNS Pentor dla Europejskiego Funduszu Leasingowego, 9-23.08.2011, s. 42.

Przedsiębiorcy mają do instytucji finansowych zaufanie i to one stanowią dla nich główne źródło informacji na temat możliwości finansowania, co potwierdza raport PARP z grudnia 2010 r. [*Stan dostępu...* 2010]. Jeżeli chodzi o informacje potrzebne przedsiębiorcom, aby mogli rozważyć skorzystanie z zewnętrznego finansowania (zob. rys. 4), to ponad jedna trzecia z nich wskazuje, że chcieliby mieć szczegółowe dane dotyczące warunków, jakie muszą spełniać, by finansowanie otrzymać.

Duże znaczenie mają dla nich również informacje na temat procedur i wymaganych dokumentów (26%), a także o tym, na co można przeznaczyć pozyskane środki (18%). Nie bez znaczenia są też dane o kosztach finansowania, na które wskazało 17% MŚP. Zaskakująco duża liczba badanych odpowiedziała, że nie czują żadnych potrzeb w zakresie pozyskiwania informacji dotyczących zewnętrznych form finansowania.

4. Podsumowanie

Spowolnienie gospodarcze w 2009 r. spowodowało spadek dynamiki inwestycji w małych i średnich przedsiębiorstwach o ponad 6%. W latach 2010-2011 wielu polskich przedsiębiorców wstrzymywało się z podejmowaniem inwestycji, co wynikało m.in. z obaw o przyszłość gospodarczą Polski i strefy euro. Pogorszeniu uległa też ściągalność należności handlowych, co implikuje konsekwencje w poziomie płynności finansowej przedsiębiorstw.

Poziom inwestycji i utrzymanie płynności finansowej w MŚP bezpośrednio lub pośrednio uzależnione są od form finansowania przedsiębiorstw. Badanie *MŚP pod lupą* wskazuje, że firmy nie są skłonne do korzystania z zewnętrznych źródeł finansowania inwestycji i w pierwszej kolejności przeznaczają na ten cel środki własne – 92%. Na drugim miejscu preferują kredyty bankowe – 46%, a na trzecim leasing – 32%. Co dziesiąta firma korzysta z funduszy unijnych, tylko nieliczni przedsiębiorcy wskazali na takie źródła, jak faktoring (4%) czy pożyczki od innych przedsiębiorców (4%).

Ponad 50% małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce nie korzysta z zewnętrznych źródeł finansowania inwestycji, bo wystarczają im środki własne. Przedsiębiorcy obawiają się zbyt dużej biurokracji oraz wymogów stawianych przez instytucje finansujące, skomplikowanych i czasochłonnych procedur, a także wysokich kosztów pozyskania kapitału.

Za najłatwiej dostępną formę finansowania zewnętrznego uznawany jest leasing. Zdaniem 77% małych i średnich firm można z niego skorzystać „bardzo łatwo” lub „raczej łatwo”. W przypadku kredytów odsetek tego typu odpowiedzi wynosi 49%.

Jedną z barier w pozyskiwaniu finansowania zewnętrznego jest brak wiedzy przedsiębiorców na ten temat. Co piąta firma zdaje się na pomoc i doradztwo instytucji finansowej, która udziela finansowania. Zdecydowana większość małych i średnich firm (ponad 90%) oczekuje od instytucji finansowych wsparcia w pozyskiwaniu dodatkowego kapitału. Chodzi o rzetelną i pełną informację o dostępnych

możliwościach finansowania oraz pomoc w przebrnięciu przez niezbędne procedury. Dla małych i średnich firm najważniejsze informacje na temat źródła finansowania dotyczą warunków, jakie firmy muszą spełnić, by uzyskać pomoc, oraz procedur i niezbędnych dokumentów.

Literatura

- Białowski P., *Portfel należności polskich przedsiębiorstw*, Projekt badawczy Konfederacji Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce oraz Krajowego Rejestru Długów, 2012.
- Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2007.
- Cieślak-Wróblewska A., *Gminy nie płacą firmom na czas*, „Rzeczpospolita”, 26.11.2011.
- Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2010 roku*, Informacje i opracowania statystyczne, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2011.
- Fandrejewska A., *Firmy coraz dłużej czekają na płatności*, „Rzeczpospolita”, 24.11.2011.
- Fandrejewska A., *Zatory biją polskie firmy po kieszeni*, „Rzeczpospolita”, 10-11.03.2012.
- Golawska-Witkowska G., Rzczycka A., Zalewski H., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz 2006.
- Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2010 oraz prognoz na I kw. 2011*, NBP 2011.
- Michalski G., *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- MŚP pod lupą*, badanie TNS Pentor dla Europejskiego Funduszu Leasingowego, 9-23.08.2011.
- Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Stan dostępu do finansowania zewnętrznego i potrzeby MŚP w Polsce*, PARP, 8.12.2010.

EXTERNAL FORMS OF WORKING-CAPITAL AND CAPITAL-EXPENDITURE FINANCING FOR SMALL AND MEDIUM-SIZED BUSINESSES IN TIMES OF AN ECONOMIC CRISIS

Summary: Small and medium-sized businesses, that are those that to a large extent determine the overall business activity of a given economy, still encounter numerous barriers to their normal operations. Some of the main obstacles are the problems with maintaining financial liquidity and obtaining external financing for their capital expenditures. This article aims to highlight the instruments that the small and medium-sized businesses use to finance their day-to-day operations and capital expenditures with special attention to external conditions of a limited access to capital that is in a situation of an economic crisis.

Keywords: company, financing sources, capital expenditures, liquidity, an economic crisis.