

MARIAN STEFAŃSKI

SPECYFIKA ŹRÓDEŁ FINANSOWANIA MAŁYCH I ŚREDNICH FIRM

Istnieje wiele kryteriów określających, jakie firmy należą do grupy małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP). Najczęściej tymi kryteriami są: wielkość aktywów, przychodów i poziom zatrudnienia. W różnych krajach wielkości te są zróżnicowane i zmienne w czasie. W Polsce najczęściej stosowanym kryterium podziału firm na małe i średnie oraz na firmy duże jest wielkość zatrudnienia. Przyjmuje się, zgodnie z zasadami Unii Europejskiej, że przedsiębiorstwa zatrudniające mniej niż 250 osób należą do sektora MŚP; Unia Europejska wspiera rozwój tego sektora ze środków budżetowych.

Celem niniejszego opracowania jest próba opisanie specyfiki finansowania małych i średnich firm. Generalnie problem ten można analizować na wiele sposobów, na przykład z punktu widzenia wewnętrznych i zewnętrznych źródeł finansowania kapitału własnego i finansowania długiem, a także biorąc pod uwagę to, jak długo firma korzysta z finansowania, zanim zwróci je dostawcy. To ostatnie podejście analityczne jest preferowane, i to zarówno przez użytkowników, jak i dostawców źródeł finansowania.

Z punktu widzenia użytkownika źródeł finansowania, którego najczęściej reprezentują dyrektorzy finansowi, mają oni określoną politykę zarządzania środkami finansowymi w zależności od czasu, w którym kapitał jest używany. Z drugiej strony, dostawcy źródeł finansowania specjalizują się albo w długo-, albo w krótkoterminowym finansowaniu. I tak na przykład banki komercyjne najczęściej zajmują się finansowaniem krótko- albo co najwyżej średnioterminowym.

Dr MARIAN STEFAŃSKI – adiunkt Katedry Mikroekonomii i Nauki o Przedsiębiorstwie w Instytucie Ekonomii na Wydziale Nauk Społecznych KUL; adres do korespondencji: Al. Raławickie 14, 20-950 Lublin.

Ten sposób analizy źródeł finansowania ma kilka wad, z których najczęstsze są następujące: 1) kredyty krótkoterminowe, na skutek specjalnych umów kredytowych, traktowane są jako finansowanie długoterminowe (odnawialne linie kredytowe); 2) nie istnieje jasna linia podziału między finansowaniem długo- i krótkoterminowym; pewne instytucje finansowe mogą dzielić kredyt na kategorie wiekowe, inne zaś wszystkie kredyty określają jako średnioterminowe.

Niniejsze opracowanie składa się z trzech części. W pierwszej podkreślone zostało relatywnie duże znaczenie finansowania krótkoterminowego dla małych i średnich firm. W drugiej części są omówione czynniki, które wpływają na zachowanie odpowiednich proporcji między finansowaniem krótko- i długoterminowym, zaś w trzeciej – źródła finansowania krótkoterminowego.

I. ZNACZENIE KRÓTKOTERMINOWEGO DŁUGU DLA MAŁYCH I ŚREDNICH FIRM

Krótkoterminowe finansowanie pełni istotną rolę w finansowaniu aktywów niezależnie od wielkości przedsiębiorstwa. Jednak znaczenie tego źródła jest szczególnie ważne dla małych i średnich firm, gdyż mają one bardzo ograniczony dostęp do publicznego rynku kapitałowego i dlatego muszą w znacznie większym stopniu korzystać z krótkoterminowych źródeł, zwłaszcza zaś z kredytu kupieckiego i krótkoterminowego kredytu bankowego. Duże spółki, które także w dużym stopniu korzystają z kredytu kupieckiego, kredyt bankowy krótkoterminowy traktują jako środek zwiększający elastyczność działania, jeśli pojawi się taka potrzeba.

Te podstawowe różnice w polityce dużych oraz małych i średnich firm wyrażają się w różnej strukturze pasywów. Przedsiębiorstwa małe i średnie korzystają z kredytu kupieckiego jako źródła finansowania w dwukrotnie większym zakresie niż przedsiębiorstwa duże (15% vs 7,5% pasywów)¹.

Także krótkoterminowy kredyt bankowy stanowi w dużych korporacjach tylko 1% pasywów, podczas gdy w sektorze MŚP – około 7% źródeł finansowania. Duże korporacje korzystają zatem z krótkoterminowego kredytu bankowego jako źródła uzupełniającego inne formy finansowania, zaś małe

¹ Dane dotyczą gospodarki Stanów Zjednoczonych Ameryki Pn. Bardzo trudne, a prawdopodobnie niemożliwe jest uzyskanie podobnych informacji odnośnie do polskich przedsiębiorstw.

i średnie przedsiębiorstwa nie mają takiego wyboru. Mniejsze organizacje, jeśli potrzebują dodatkowego krótkoterminowego finansowania, po maksymalnym wykorzystaniu kredytu kupieckiego sięgają do krótkoterminowych kredytów bankowych. W efekcie krótkoterminowe finansowanie z obcych źródeł finansowania stanowi około 35% pasywów MŚP, a tylko 25% pasywów największych spółek². Wynika to z ograniczonego dostępu małych i średnich przedsiębiorstw do publicznego rynku długoterminowych źródeł finansowania.

Przez długi okres banki komercyjne były zainteresowane przede wszystkim udzielaniem MŚP „samolikwidujących” krótkoterminowych kredytów obrotowych. Od około 10 lat zmienia się nieco to podejście i banki oferują krótkoterminowe kredyty odnawialne, co oznacza przyznawanie finansowania średnioterminowego.

Niezależnie od tego trendu, wśród pracowników banków istnieje silna obawa przed długoterminowymi kredytami dla małych i średnich firm. Jedną z przyczyn tej „wstrzeźliwości” jest możliwe ryzyko śmierci podstawowej kadry zarządzającej i właścicieli MŚP. Śmierć kluczowych postaci w małej firmie może oznaczać jej bankructwo. Oczywiście można częściowo ubezpieczyć się przed taką sytuacją, ale w wielu przypadkach nie ma takiej kwoty pieniężnej, która mogłaby zrekompenzować śmierć lidera przedsiębiorstwa.

Podsumowując analizę struktury finansowania MŚP w porównaniu z dużymi podmiotami gospodarczymi należy stwierdzić, że podstawowa różnica dotyczy finansowania długiem. Podczas gdy kapitały własne sektora MŚP i dużych korporacji mają podobny udział w finansowaniu pasywów, to udział długu krótkoterminowego w finansowaniu MŚP jest o 10% większy niż w dużych firmach.

II. CZYNNIKI OKREŚLAJĄCE DECYZJE O DŁUGOTERMINOWYM CZY KRÓTKOTERMINOWYM FINANSOWANIEM DŁUGU

Dwa podstawowe determinanty polityki finansowej przedsiębiorstwa to: 1) optymalna relacja dług–kapitał własny, 2) właściwa relacja między długiem krótko- i długoterminowym.

² W Stanach Zjednoczonych Ameryki Pn.

W tym artykule przyjmujemy, że optymalna struktura finansowania długiem i kapitałem własnym została określona, natomiast nas interesuje wzajemna relacja krótko- i długoterminowego finansowania długiem.

W poprzedniej części artykułu wskazano, że małe i średnie firmy w większym zakresie korzystają z krótkoterminowych źródeł finansowania. Jaka jest tego przyczyna? Jakie są zalety i wady poszczególnych źródeł i jakie czynniki powinny być brane pod uwagę przy podejmowaniu indywidualnych decyzji w kwestii finansowania firmy?

1. *Zalety krótkoterminowego długu*

W odniesieniu do zalet krótkoterminowego kredytu na ogół mówi się o jego koszcie i elastyczności. Zwykle kredyt krótkoterminowy jest tańszy od kredytu długoterminowego. Informacje historyczne wskazują, że w długim horyzoncie czasowym krótkoterminowe papiery wartościowe są niżej oprocentowane od długoterminowych. Oczywiście są wyjątki od tej reguły i w Polsce, w latach 90., mieliśmy do czynienia z taką sytuacją. W warunkach wysokiej, ale spadającej inflacji krótkoterminowe papiery dłużne miały wyższą rentowność od długo- i średnioterminowych. Jednakże można oczekiwać, że przy niskiej i stabilnej inflacji, a także warunkach racjonalnej polityki budżetowej państwa, ustabilizuje się typowa sytuacja, że krótkoterminowy kredyt będzie mniej kosztowny od kredytu długoterminowego.

Zapotrzebowanie na źródła finansowania zależy od rodzaju aktywów, które mają być finansowane. Podczas gdy majątek trwały określany jest poprzez antycypowaną, optymalną wielkość firmy i rzadko ulega zmianom, to majątek obrotowy zmienia swoją wartość cyklicznie, w zależności od wielkości produkcji sprzedaży i poziomu wykorzystania zdolności produkcyjnych. Poziom majątku obrotowego w firmie zmienia się także na skutek oczekiwanych na rynku zmian w podaży aktywów bieżących.

Generalną zasadą jest zatem, aby zmieniający się ciągle poziom majątku obrotowego był finansowany przez kredyt krótkoterminowy. Innymi słowy, czasowa struktura długu powinna być powiązana z przepływem gotówki w firmie, wynikającym z inwestycji w jej majątek. Jeśli zatem krótkoterminowe fluktuacje w zapotrzebowaniu na majątek obrotowy sfinansujemy długoterminowym kapitałem, to w przypadku sezonowego zmniejszenia się należności, czy zapasów w firmie będziemy posiadać nadmiar środków finansowych. Wtedy zarząd firmy może: 1) spłacić dług przed terminem; 2) zain-

westować nadmiar gotówki w krótkoterminowe papiery wartościowe. W obu tych przypadkach może się to jednak wiązać z dodatkowymi kosztami. Następstwem przedterminowego spłacenia kredytu może być kara w wysokości od 1% do 10% wartości kredytu, natomiast inwestycje w krótkoterminowe papiery wartościowe nie są tak dochodowe, aby zrekompensować ponoszony przez przedsiębiorstwo koszt długoterminowego kredytu.

Podsumowując, podstawową zaletą krótkoterminowego finansowania długiem jest jego elastyczność, czyli możliwość dostosowania się do zmian w poziomie aktywów bieżących.

2. Zalety długoterminowego długu jako źródła finansowania

Są trzy podstawowe zalety długoterminowego długu jako źródła finansowania. Finansowanie krótkoterminowe jest tańsze od finansowania długoterminowego. Jednakże długoterminowe stopy procentowe mają mniejszą zmienność od stóp krótkoterminowych. Oznacza to, że są wyższe od krótkoterminowych, ale prawdopodobieństwo ich zmian jest mniejsze. Ryzyko stopy procentowej jest zatem mniejsze przy finansowaniu długoterminowym kredytem bankowym niż przy finansowaniu kredytem krótkoterminowym.

Drugą zaletą długu długoterminowego są stałe w dłuższym okresie warunki kredytowe zapisane w umowie kredytowej. W przypadku finansowania kredytem krótkoterminowym każdą nową umowę należy negocjować oddzielnie. Powoduje to dodatkowe ryzyko gospodarcze.

Trzecią zaletą finansowania długoterminowego może być fakt, że jeśli finansowanie długoterminowe jest droższe od krótkoterminowego w długim okresie czasu, to są okresy, w których krótkoterminowe stopy procentowe są wyższe niż długoterminowe.

3. Charakterystyka przedsiębiorstwa a czasowa struktura długu

Określając czasową strukturę długu, należy uwzględnić wiele różnych czynników. Wśród nich trzy są najważniejsze: ryzyko operacyjne; istniejąca struktura aktywów; wielkość i dojrzałość przedsiębiorstwa.

Poziom ryzyka operacyjnego. Ryzyko operacyjne przedsiębiorstwa mierzy się zmiennością stopy zwrotu z aktywów, zaś zwrot mierzony jest zyskiem na działalności operacyjnej (EBIT). Brak pewności w ocenie wielkości tego

parametru zależy od rodzaju prowadzonej działalności gospodarczej (gałęzi przemysłu) i wartości kosztów (wydatków) stałych związanych z działalnością operacyjną. Jeśli gałąź gospodarki jest bardzo konkurencyjna i wrażliwa na zmiany w gospodarce, to sprzedaż firmy podlega znacznym wahaniom. Jeżeli dodatkowo firma ma duże koszty stałe, wtedy ryzyko operacyjne rośnie. Właściciel przedsiębiorstwa, chcąc zachować optymalny poziom ryzyka operacyjnego, musi wybrać właściwą strukturę finansowania. Z punktu widzenia przedsiębiorstwa im większy udział długu krótkoterminowego w stosunku do całego długu, tym większe ryzyko płynności. Dlatego też im większe ryzyko operacyjne firmy, tym mniejszy powinien być udział długu krótkoterminowego w finansowaniu.

Istniejąca struktura aktywów. Wcześniej wspomniano, że czasowa struktura finansowania powinna odpowiadać czasowej strukturze aktywów. Przedsiębiorstwa zajmujące się działalnością usługową lub handlem detalicznym, które potrzebują zwykle większego majątku obrotowego, powinny być finansowane długiem krótkoterminowym.

Wielkość i dojrzałość przedsiębiorstwa. Wielkość i dojrzałość firmy ma decydujący wpływ na finansową strategię przedsiębiorstwa. Mała i nowo powstała firma może otrzymać długoterminowe finansowanie długiem tylko poprzez kredyt hipoteczny finansujący nieruchomości, kredyt długoterminowy na zakup maszyn zabezpieczony zastawem lub leasing finansowy. Pozostałe aktywa musi finansować długiem krótkoterminowym. W dużych i dojrzałych przedsiębiorstwach wybór jest znacznie większy. Mogą one korzystać z kredytu długoterminowego lub quasi-długoterminowego na finansowanie aktywów bieżących. Pamiętając także o tym, że dźwignia finansowa jest większa w małych firmach, rola finansowania krótkoterminowego znacznie wzrasta.

III. ŹRÓDŁA KREDYTU KRÓTKOTERMINOWEGO

Źródła krótkoterminowego finansowania można podzielić na trzy kategorie: kredyt kupiecki pochodzący od dostawców; dług pochodzący od instytucji finansowych; środki pochodzące z agencji rządowych i samorządowych.

Kredyt kupiecki. Kredyt kupiecki jest podstawowym źródłem finansowania krótkoterminowego sektora MŚP. W małych i średnich firmach ta forma finansowania reprezentuje do 50% finansowania krótkoterminowego. W dużych spółkach jest to około 30% pasywów krótkoterminowych. Po pierwsze – zaletą tej formy finansowania jest to, że nie jest ona z reguły zabez-

pieczona na aktywach firmy, a jedyną formą ubezpieczenia jest weksel z podpisem kupującego. Po drugie – ważną charakterystyką tej formy finansowania jest najczęściej brak kosztu kredytu kupieckiego. Po trzecie – kredyt kupiecki finansuje zapasy, podczas gdy pozostałe formy kredytu krótkoterminowego finansują majątek trwały lub pozostałe aktywa bieżące. W efekcie ta forma finansowania ma szczególne znaczenie w tych gałęziach przemysłu, w których zapasy stanowią znaczną część aktywów (np. handel). Sektor MŚP jest szczególnie wrażliwy na finansowanie kredytem kupieckim. Brak stabilnych i powszechnie przestrzeganych reguł rządzących tym rynkiem stanowi zagrożenie dla rozwoju i istnienia małych i średnich przedsiębiorstw.

Institucje finansowe jako dostawca kredytu krótkoterminowego. Powszechną tendencją w świecie jest to, że główna część krótko- i średnioterminowych kredytów dla przedsiębiorstw pochodzi z banków komercyjnych. Nawet w krajach, gdzie istnieje bardzo rozbudowana struktura podmiotów świadczących usługi finansowe dla firm, rola banków komercyjnych jest pierwszorzędna.

Najczęściej udzielaną przez banki formą finansowania krótkoterminowego jest finansowanie aktywów. W tym przypadku kredyt zabezpieczony jest aktywami krótkoterminowymi (np. należnościami lub zapasami). W przypadku finansowania należności bank może udzielić kredytu o wartości od 65% do 80% wartości finansowanych należności, biorąc jako zabezpieczenie cesje należności. To, czy będzie to 65%, czy 85%, zależy od jakości należności i informacji, jaka część należności w przeszłości była kłopotliwa w ściąganiu. Dzisiaj ściągальność należności w Polsce jest bardzo słaba i stale się pogarsza. Dlatego też banki komercyjne i firmy faktoringowe bardziej dokładnie sprawdzają swoich klientów. Jest tu zatem miejsce na firmy ubezpieczeniowe, które ubezpieczają należności. Zwiększa to wiarygodność klientów i umożliwia szersze finansowanie aktywów bieżących.

Koszt tej formy finansowania przewyższa stopę bazową banku od 3 do 6%. To, jak drogie będzie to finansowanie, zależy generalnie od jakości zabezpieczenia.

Agencje rządowe jako źródło kapitału krótkoterminowego. W większości państw o rozwiniętej gospodarce rynkowej agencje rządowe i samorządowe wspomagają finansowanie sektora MŚP. Najbardziej znana jest agencja rządu „The Small Business Administration” (SBA) w Stanach Zjednoczonych. Oprócz wielu różnych form aktywności skierowanych do małych firm SBA udziela również kredytów. Są to jednak kredyty ostatecznej szansy. Firma może je otrzymać, gdy co najmniej dwa banki odmówią finansowania. SBA gwa-

rantuje zwykle kredyty komercyjne do 90% ich wartości. Wartość kredytu nie może przekroczyć 1 mln USD. W przypadku kredytu bezpośredniego jego wartość nie może przekroczyć 300 tys. USD. Możliwy jest również prywatno-publiczny kredyt w sytuacji, gdy bank zgadza się kredytować tylko część zapotrzebowania finansowego firmy. Przy udzielaniu kredytu SBA, tak jak banki prywatne, żąda majątkowych i osobistych zabezpieczeń.

W Polsce agencje rządowe wspierające rozwój sektora MŚP dopiero rozwijają się. Ich pomoc koncentruje się głównie na usługach doradczych. W ostatnich latach są pośrednikiem w przekazywaniu środków z Unii Europejskiej do polskich przedsiębiorstw. Są to także środki wspierające głównie usługi doradcze, chociaż ostatnio pojawiły się znaczne fundusze przeznaczone na inwestycje w majątek trwały.

Podstawowym problemem systemu wspierania rozwoju sektora MŚP w Polsce jest brak środków finansowania małych i średnich firm. Jedynie w kilku regionach kraju (Lublin, Katowice) instytucje rządowe i samorządowe udzielają gwarancji na kredyty bankowe dla MŚP. Nadzieję rodzi jednak zapowiedź utworzenia ogólnopolskiego systemu gwarancji rządowych dla kredytów finansujących rozwój małych i średnich firm. Jego aktywa mają opierać się na tzw. resztówkach z procesu prywatyzacji, które posiada rząd. Jest to majątek w postaci akcji i udziałów sprywatyzowanych firm, których rząd jeszcze nie sprzedał inwestorom prywatnym.

THE SPECIFICITY OF FINANCING SOURCES IN SMALL AND MEDIUM COMPANIES

S u m m a r y

The aim of the article is to analyze the reasons why small and medium-size businesses have a different structure of financing their assets from big ones. Assuming that the businesses realize the optimum structure of financing with debt and with their own capital, the author focuses on the mutual relation of the short-term and long-term debts.

In the first part of the article the causes are characterized of much greater participation of short-term sources of financing the assets in small and medium-size businesses than in big ones. Next, advantages and disadvantages are presented of financing with short-term and long-term debts. To what proportion the firm's assets are financed with long-term debts also depends on the operation risk, the existing structure of assets and the size and maturity of the firm. The next part of the article is devoted to these issues.

The last part discusses the sources of short-term credit accessible for small and medium-size businesses. As there is a lot of risk involved, commercial banks are very cautious about affording credit to small businesses. In consequence the **merchant** credit as a source of money for the firm acquires too much significance. Hence, in order to help finance the sector of small and medium-size businesses it is necessary for the government and self-government agencies to warrant bank credits. This will allow to fill the financial gap that limits the development of small and medium-size firms in Poland.

Translated by Tadeusz Karłowicz

Słowa kluczowe: małe i średnie firmy, kryterium zatrudniającego do 250 osób, kapitał własny, źródła finansowania aktywów, które pochodzą z własnych zainwestowanych środków właścicieli bądź (lub) wypracowanych i pozostawionych w przedsiębiorstwie zysków.

Key words: small and medium-size businesses, 250 people employing criterion, one's own capital, sources of financing the assets that come from the owners' invested resources or profits that have been earned by the firm and left in it.