



Paulina Filip

Uniwersytet Rzeszowski
Wydział Ekonomii
Katedra Finansów
paola@ur.edu.pl

Ryszard Kata

Uniwersytet Rzeszowski
Wydział Ekonomii
Katedra Finansów
rdkata@univ.rzeszow.pl

POSZERZANIE ŹRÓDEŁ KAPITAŁU A KOSZTY FINANSOWANIA ZEWNĘTRZNEGO W MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTWACH

Streszczenie: Poszerzanie źródeł finansowania świadczy o większej kreatywności firmy w pozyskiwaniu kapitału. Prowadzi także do dywersyfikacji struktury kapitałowej, a tym samym wpływa na poziom ryzyka finansowego. W dobie wysokiej konkurencji istotnym jest osiągnięcie rentowności poprzez obniżkę kosztów prowadzonej działalności, w tym kosztów finansowych. Celem opracowania jest ocena, czy i jak poszerzanie źródeł kapitału wpływa na poziom kosztów finansowych MSP, odniesionych do przychodów ze sprzedaży oraz średniego stanu zobowiązań. Strategia poszerzania źródeł kapitału dla ograniczania kosztów finansowych została potwierdzona w grupie średnich firm. W małych firmach takie działanie prowadziło z kolei do korzystnych zmian w strukturze kosztów finansowych (zmniejszenie udziału kosztów odsetkowych).

Słowa kluczowe: dodatkowe źródła kapitału, koszty finansowania zewnętrznego, MSP.

JEL Classification: G320, F430, M210.

Wprowadzenie

Kapitały na rozpoczęcie i kontynuację działalności przedsiębiorstwa, finansowanie bieżącej działalności oraz przedsięwzięcia rozwojowe (inwestycyjne) można pozyskiwać z różnych źródeł. Fakt ten rodzi konieczność wyboru i posługiwania się różnymi instrumentami finansowania tak, aby wybór był najbardziej racjonalny [Bronakowska-Trzaska, 2015, s. 13]. Jednym z kluczowych aspektów tej racjonalności jest dążenie do jak najniższego poziomu kosztów kapitału. Wybór optymalnej struktury finansowania przedsiębiorstwa, a więc

odpowiednich źródeł kapitału, wymaga poszukiwania kompromisu pomiędzy decyzjami finansowymi maksymalizującymi wartość przedsiębiorstwa a decyzjami minimalizującymi ryzyko.

Prowadzenie przedsiębiorstwa to rodzaj twórczego podejścia do posiadanych zasobów w celu wykorzystania wszystkich szans, jakie przynosi rozwój i postęp oraz zmiana warunków otoczenia [Targalski, 1999, s. 135; Mendel, 2002, s. 72-73]. Wszystkie decyzje zarządcze podejmowane w praktyce jego funkcjonowania mają swe odzwierciedlenie w kategoriach finansowych (pieniężnych). Źródłem sukcesu przedsiębiorstwa jest m.in. jakość zarządzania finansami [Skowronek-Mielczarek, 2003, s. 81].

Istotną rolę w procesie decyzyjnym związanym z finansowaniem przedsiębiorstwa odgrywają źródła i instrumenty, które wyznaczają sposoby realizacji przyjętych celów finansowania. Jednym z kluczowych aspektów decyzyjnych jest w tym obszarze ustalenie struktury źródeł finansowania. Powinna ona być jak najbardziej racjonalna w danych warunkach, przy uwzględnieniu kosztów wszystkich zaangażowanych kapitałów, ryzyka z tym związanego oraz korzyści wynikających z doboru różnych źródeł kapitału [Skowronek-Mielczarek, 2003, s. 83]. Wybór źródeł finansowania potrzeb kapitałowych przedsiębiorstw zależy od hierarchii źródeł finansowania, o której decyduje m.in. ich dostępność, koszt kapitału oraz elastyczność wykorzystania kapitału [Kata, Filip, 2016, s. 457].

Analiza strategii finansowania małych i średnich przedsiębiorstw (MSP) w Polsce wskazuje na wyraźne preferowanie funduszy własnych, kredytu kupieckiego i kredytu bankowego jako głównych źródeł ich finansowania [Bronakowska-Trząska, 2015, s. 19; Kata, Filip, 2016]. Rozwój MSP w dużej mierze jest jednak warunkowany możliwością pozyskiwania kapitału na finansowanie bieżącej działalności, a także możliwościami finansowania inwestycji, w tym nabycia środków trwałych. Przedsiębiorcy szukają zatem dostępu do różnorodnych źródeł pozyskiwania kapitału. Możliwości poszerzania (zdywersyfikowania) źródeł finansowania są uzależnione m.in. od:

- fazy rozwoju firmy,
- wielkości firmy,
- branży, w której funkcjonuje przedsiębiorstwo (perspektywy, rentowność branży, długość cyklu obiegu gotówki).

Jak wykazują badania, na początkowym etapie rozwoju MSP korzystają ze źródeł własnych, ale w późniejszych fazach starają się pozyskiwać dodatkowe zasilenie finansowe [Filip, 2014, s. 182, 2015, s. 19-26; Białek-Jaworska, Nehrebecka, 2015, s. 55; ECB 2015, s. 41]. Poza wymienionymi wcześniej źródłami finansowania, znaczenia nabierają alternatywne źródła kapitału, takie jak leasing, faktoring, *venture capital*, czy dotacje ze źródeł publicznych.

1. Cel i metoda badań

Głównym celem opracowania jest ocena, czy strategia przedsiębiorstw, polegająca na poszerzaniu źródeł kapitału (bazy finansowania) o dodatkowe formy finansowania, wpływa na poziom kosztów finansowania zewnętrznego. Koszty te ujmowano jako odsetki i inne koszty poniesione przez przedsiębiorstwo w związku z udostępnieniem mu kapitału. W badaniach ograniczono się do oceny kosztów kapitału zewnętrznego. Okres objęty badaniem to lata 2008-2015.

Podmiotem badań były MSP w Polsce, które kontynuowały swoją działalność od 2005 r. Źródłem materiałów empirycznych były sprawozdania finansowe F 01/I-01¹. Łącznie przebadano 1847 firm z sektora MSP. Dobór do próby badawczej miał charakter losowania kwotowego, przy uwzględnieniu struktury sektora MSP w Polsce (wielkość firm, struktura branżowa).

Za dodatkowe źródło kapitału, które objęto analizą, przyjęto leasing (finansowy i operacyjny) oraz dotacje z funduszy publicznych (krajowych i UE)². Pomijając kredyt kupiecki, te źródła kapitału należą do najpopularniejszych w sektorze MSP. Zajmują one drugą i trzecią pozycję wśród najczęściej stosowanych przez MSP źródeł finansowania zewnętrznego MSP, tuż za kredytami bankowymi³. Wymienione pozabankowe źródła zasilenia kapitałowego są obecnie szczególnie ważne dla przedsiębiorstw, biorąc pod uwagę sytuację zmniejszenia akcji kredytowej banków skierowanej na finansowanie gospodarki. Dane ze sprawozdania F 01/I-01, dotyczące dotacji bezpośrednich, wyodrębniono z przychodów działalności podstawowej, a informacje o dotacjach pośrednich z pozostałych przychodów operacyjnych (w tym znajdują się dotacje ze środków UE jako tzw. dotacje podmiotowe)⁴. Dane do ustalenia kosztów finansowania

¹ Sprawozdanie F 01/I-01 dostarcza danych na temat umów o leasing finansowy i operacyjny, dotacji do działalności podstawowej, dotacji do produktów, wydatków na spłatę zadłużenia, rat kapitałowych i odsetek zapłaconych bankom i przedsiębiorstwom niefinansowym.

² Bezzwrotne środki finansowe pozyskiwane przez przedsiębiorstwa z funduszy UE były, w okresie objętym analizą, określane w przepisach prawa jako „dotacje” oraz jako środki z UE. Zmianę w tym zakresie wprowadziła Ustawa z dn. 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz. U. z 2017 r. poz. 191) [Ustawa, 2009]. Niezależnie od nomenklatury prawnej, istota ekonomiczna tego źródła kapitału zewnętrznego nie uległa zmianie, dlatego w niniejszym opracowaniu wszystkie środki bezzwrotne pozyskane z UE określano jako „dotacje”.

³ Jak wynika z badań ankietowych [*MŚP od lupą*, 2011, s. 17] w 2011 r. z kredytu bankowego korzystało 56% małych firm, z leasingu 40%, zaś z funduszy unijnych 9% firm. W segmencie średnich firm wielkości te kształtowały się z kolei odpowiednio: 55%, 42% i 18%. Leasing jest popularny głównie ze względu na korzyści podatkowe i charakter prawny umowy, a dotacje (pozyskiwane głównie z funduszy UE) ze względu na niskie koszty kapitału. W 2016 r. z leasingu w Polsce korzystało 54% MSP [NBP, 2017, s. 17].

⁴ Według MSR nr 20 „Dotacje rządowe oraz ujawnianie informacji na temat pomocy rządowej” Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1126/2008, dotacje w księgach rachunkowych jednostek pod-

zewnętrznego pozyskano ze sprawozdań F 01/I-01. Dla potrzeb badania skorygowano dane syntetyczne i uszczegółowiono analizowane pozycje rachunku zysków i strat, m.in. wyeliminowano odsetki z tytułu nieterminowego regulowania zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz zobowiązań budżetowych. Do kosztów finansowania zewnętrznego włączono odsetki od zaciągniętych kredytów i pożyczek, odsetki i opłaty dodatkowe od leasingu finansowego i operacyjnego, odsetki i dyskonta od wyemitowanych dłużnych papierów, różnice kursowe powstałe w związku z finansowaniem w walucie obcej, prowizje bankowe i inne poniesione w związku z pozyskaniem kapitału⁵.

Badaną zbiorowość MSP podzielono na dwie grupy. Pierwszą, oznaczoną literami LD (leasing, dotacje), tworzą te firmy, które oprócz kredytów bankowych, korzystały dodatkowo z leasingu i dotacji. Drugą, oznaczoną literą P (pozostałe), tworzą firmy, które nie korzystały z leasingu i dotacji. W analizie wykorzystano następujące wskaźniki kosztów [Wędzki, 2009, s. 48; Jerzemowska, 2013, s. 72]:

$$W1 = \frac{\text{Koszty finansowe}}{\text{Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów}} \quad (1)$$

$$W2 = \frac{\text{Koszty finansowe}}{\text{Średni stan zobowiązań (ogółem)}} \quad (2)$$

$$W3 = \frac{\text{Odsetki}}{\text{Koszty finansowe}} \quad (3)$$

Materiał empiryczny (dane z lat 2008-2015) poddano analizie statystycznej z wykorzystaniem pakietu Statistica 12. Wyniki testowania potwierdziły hipotezę o zgodności rozkładów empirycznych z rozkładem normalnym, w związku z czym hipotezę o zróżnicowaniu poziomu wybranych wskaźników weryfikowano za pomocą trójczynnika analizy wariancji [Dobosz, 2001, s. 56]. Przebadano relacje pomiędzy wybranymi wskaźnikami kosztowymi a rokiem, w którym uzyskano dane wyniki finansowe, wielkością firmy oraz formą finansowania.

legających ustawie o rachunkowości ujmuje się jako przychody metodą wynikową. Do dotacji zaliczono także raty odpisów rozliczeń międzyokresowych przychodów dotyczące dopłat i dotacji otrzymanych uprzednio na sfinansowanie zakupu, budowę nowych środków trwałych, dokonywanych równoległe do odpisów amortyzacyjnych środków sfinansowanych z tych źródeł, dopłaty bezpośrednio, dotacje z funduszy celowych, a także wartość umorzonych pożyczek z tych funduszy.

⁵ Pominięto koszty obsługi zobowiązań zaciągniętych w celu sfinansowania zakupu, budowy, ulepszenia środka trwałego oraz związane z nimi różnice kursowe, które ostatecznie są aktywowane w wartości środka trwałego. Wzięto pod uwagę sposób księgowego ujęcia dotacji, z rozróżnieniem na dotacje do aktywów amortyzowanych oraz dotacje do kosztów/przychodów [Ustawa, 1994].

2. Źródła kapitału a koszty finansowe przedsiębiorstw sektora MSP

W teoriach zasobowych kapitał, zarówno własny, jak i obcy, to ważny czynnik produkcji [Kołosowska i in., 2006, s. 35; Zawistowski, 2013, s. 67]. Model łączący finansowanie wewnętrzne z zewnętrznymi formami kapitału pozyskiwanego m.in. przez leasing, faktoring, *venture capital* i inne określa się jako model prospektywny [Stradomski, 2010, s. 186; Duliniec, 2011, s. 35]. Finansowanie prospektywne wiąże się z koniecznością akceptacji wyższego ryzyka finansowego, istotne jest zatem ustalanie i respektowanie granicy bezpiecznego zadłużania [Łukasik, 2006, s. 146]. Poszerzanie własnych, wewnętrznych zasobów kapitałowych o dodatkowe zasoby kapitału zewnętrznego to element decyzyjny, wynikający z potrzeb rozwojowych przedsiębiorstw⁶. Poszerzanie wiąże się z powiększaniem zasobów finansowych firmy i jednocześnie dywersyfikacją źródeł kapitału.

Problem poszerzania bazy kapitałowej jest podejmowany w literaturze zazwyczaj w kontekście badania kreacji wartości przedsiębiorstw, głównie dużych⁷. Istnieje luka w zakresie badań poszukujących odpowiedzi na pytanie, jak poszerzanie źródeł kapitału wpływa na koszt jego pozyskania w małych i średnich przedsiębiorstwach?

Korzystanie z kapitału z zewnątrz jest związane z ponoszeniem kosztów. Koszty te obejmują: odsetki od kredytów bankowych (w rachunku bieżącym i kredytowym), odsetki od pożyczek, obciążenia finansowe z tytułu leasingu, różnice kursowe powstałe w związku z kredytami i pożyczkami w walucie obcej, prowizje od pożyczek i kredytów oraz inne koszty poniesione w związku z pozyskaniem funduszy zewnętrznych [Stronczonek i in., 2010, s. 45].

Badania empiryczne, którymi objęto 1847 firm z sektora MSP, miały na celu ustalenie, czy poszerzenie bazy finansowania o leasing i dotacje wpływa na przeciętny poziom kosztów finansowych przedsiębiorstwa (odniesionych do wolumenu sprzedaży oraz zobowiązań ogółem). Starano się także ustalić wpływ poszerzenia źródeł kapitału na strukturę poniesionych kosztów finansowania zewnętrznego.

Wartości średniej arytmetycznej dla wskaźnika W1 (relacja kosztów finansowych do przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów) we wszystkich badanych grupach firm zawierały się w przedziale od 0,01 do 0,091

⁶ Poszerzyć to uczynić coś szerszym, obszerniejszym, bardziej rozległym, też uzupełnić coś o coś. Synonimy słowa poszerzanie to: dodawanie, ekspansja, rozszerzanie, rozwijanie, uzupełnianie [Słownik..., 2012, s. 276].

⁷ W dużych przedsiębiorstwach analizy dotyczą optymalizacji decyzyjnych i koncentrują się na badaniu wpływu struktury kapitału na wartość spółek giełdowych.

(tabela 1). Nie stwierdzono dużych różnic pomiędzy grupami MSP dla wartości tego wskaźnika w 2008 r. (średnia arytmetyczna mieściła się w przedziale od 0,01 do 0,03). W grupie małych firm, zarówno stosujących leasing i dotacje (grupa LD), jak i niestosujących tych form finansowania (grupa P), średni poziom analizowanego wskaźnika był prawie identyczny (0,011 i 0,010). W przypadku średnich firm przeciętny poziom badanego wskaźnika różnił się pomiędzy grupami firm. Był on wyraźnie wyższy w grupie podmiotów niestosujących dodatkowych form finansowania w postaci leasingu i dotacji (grupa P). W końcowym roku analizy (2015 r.) najwyższy poziom obciążenia przychodów kosztami finansowymi stwierdzono w małych firmach, które nie stosowały dodatkowego zasilenia kapitałowego (grupa P). Dla tej grupy firm wskaźnik W1 wykazywał średnią arytmetyczną równą 0,091. W grupie małych przedsiębiorstw niekorzystających z leasingu i dotacji można było także obserwować największe zróżnicowanie wskaźnika W1, który wahał się od 0,02 do 0,444. Rozstęp tego wskaźnika w małych firmach grupy LD był znacznie mniejszy (od 0,05 do 0,21), a jego średni poziom w 2015 r. wynosił zaledwie 0,011 (tabela 1). Zarówno w segmencie firm małych, jak i średnich, które korzystały z leasingu i dotacji publicznych (grupa LD) w 2015 r., wskaźnik udziału kosztów finansowych w wolumenie sprzedaży produktów, materiałów i towarów był zdecydowanie niższy, niż w grupie firm, które nie poszerzały swoich źródeł finansowania (tabela 1).

Tabela 1. Wybrane miary statystyczne wskaźnika W1 (Koszty finansowe/Przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów) w badanych grupach MSP

Rok	Firmy	Grupa	Parametry statystyczne wskaźnika W1			
			\bar{x}	X_{\min}	X_{\max}	S_d
2008	Małe	LD	0,011	0,004	0,018	0,005
		P	0,010	0,003	0,019	0,006
	Średnie	LD	0,016	0,003	0,158	0,050
		P	0,030	0,000	0,043	0,016
2015	Małe	LD	0,011	0,005	0,021	0,006
		P	0,091	0,002	0,444	0,152
	Średnie	LD	0,015	0,003	0,052	0,016
		P	0,021	0,005	0,052	0,018

Źródło: Obliczenia własne.

Analizując poziom kosztów finansowych przedsiębiorstw odniesionych do wolumenu sprzedaży, pomiędzy rokiem 2008 a 2015 widać interesujące zmiany. W małych firmach niekorzystających z dodatkowych form finansowania zewnętrznego (grupa P) w analizowanym okresie wyraźnie wzrósł poziom obciążenia obrotów kosztami finansowymi. Natomiast w małych firmach korzystają-

cych z leasingu i dotacji (grupa LD) widać spadek poziomu kosztów finansowych w relacji do przychodów ze sprzedaży. W średnich firmach obydwu grup (LD i P) nastąpił z kolei wzrost kosztów finansowych (odniesionych do wolumenu sprzedaży), jednakże był on znacząco większy w firmach niekorzystających z dodatkowych form zasilenia kapitałowego (grupa P). Firmy średnie, które konsekwentnie poszerzały bazę kapitałową (grupa LD) utrzymywały istotnie niższy poziom kosztów finansowych w porównaniu do firm zaliczanych do grupy P. Przedstawione wyniki uprawniają do wniosku, że poszerzanie bazy kapitałowej przynosi korzyści finansowe, przy czym małe firmy stosujące taką strategię osiągają relatywnie wyższe korzyści niż firmy średnie⁸.

Dla poszczególnych grup MSP przebadano relacje pomiędzy wskaźnikiem W1 a wybranymi zmiennymi (tabela 2). Zastosowano w tym celu wieloczynnikową analizę wariancji⁹. Analiza taka pozwala badać równoczesny wpływ kilku czynników na zmienną zależną oraz efekty interakcyjne pomiędzy tymi czynnikami. Jako zmienną zależną przyjęto wskaźnik kosztów finansowych W1, zaś jako zmienne niezależne: rok analizy, wielkość firmy oraz formę finansowania. Analizowano także efekty wynikające z jednoczesnego oddziaływania tych zmiennych na zmienną zależną (tabela 2). Czynniki, dla których wartość prawdopodobieństwa testowego wynosi $p < 0,05$, statystycznie istotnie różnicują wartość wskaźnika W1 między badanymi przedsiębiorstwami. W analizowanym przypadku ten warunek jest spełniony dla zmiennych: forma finansowania, interakcja „rok i wielkość firmy” oraz interakcja „rok i forma finansowania”. Oddziaływanie pozostałych czynników jest nieistotne statystycznie.

Tabela 2. Analiza wariancji dla wskaźnika obciążenia kosztami finansowymi przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów W1

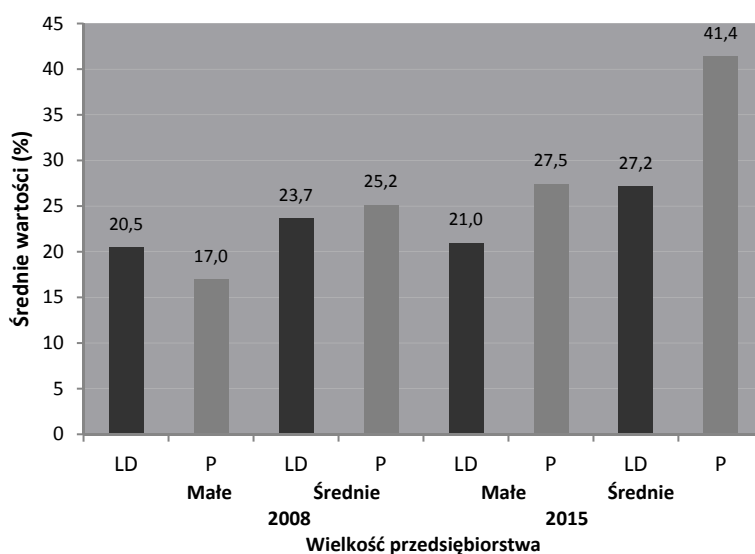
Zmienne niezależne	F	p
Rok	1,63	0,205
Wielkość firmy	0,53	0,468
Forma finansowania	3,82*	0,034
ROK*Wielkość firmy	3,88*	0,033
ROK*Forma finansowania	4,06*	0,031
Wielkość firmy*Forma finansowania	2,60	0,111
ROK*Wielkość firmy*Forma finansowania	1,35	0,249

Źródło: Obliczenia własne.

⁸ Korzyści te widać poprzez zwiększenie różnicy w poziomie kosztów finansowych pomiędzy firmami grupy LD a firmami grupy P w 2015 r. w stosunku do różnic pod tym względem widocznych w 2008 r.

⁹ Analiza wariancji (*analysis of variance* – ANOVA) – metoda statystyczna, służąca do badania obserwacji, które zależą od jednego lub wielu działających równocześnie czynników. Metoda ta wyjaśnia, z jakim prawdopodobieństwem wyodrębnione czynniki mogą być powodem różnic między obserwowanymi średnimi grupowymi.

W dalszych badaniach ustalono relację pomiędzy kosztami finansowania zewnętrznego a wolumenem zaciągniętych przez firmy zobowiązań ogółem (rys. 1). W przypadku małych przedsiębiorstw, w początkowym okresie analizy (2008 r.) wartość wskaźnika W2 wykazywała niższy poziom w grupie firm nieposzerzających swojej bazy finansowania o leasing i dotacje (grupa P). Odwrotna sytuacja występowała w segmencie średnich firm, tutaj grupa LD notowała średnią arytmetyczną dla wskaźnika W2 na nieco niższym poziomie w porównaniu do grupy P. Z kolei w 2015 r. zarówno w segmencie firm małych, jak i średnich korzystających z leasingu i dotacji wskaźnik W2 był wyraźnie niższy, niż w firmach małych i średnich zaliczanych do grupy P. Oznacza to, że poszerzanie źródeł kapitału za pomocą takich form, jak leasing i dotacje, wpływa korzystnie na koszty pozyskania kapitału w tym sensie, że firmy stosujące taką strategię finansowania wykazują niższy poziom kosztów finansowych w relacji do zobowiązań ogółem w porównaniu do firm zawężających źródła finansowania zewnętrznego (głównie do kredytów bankowych). Kredyty bankowe jako kapitał obcy są terminowe i odpłatne. Ich związek z ponoszonymi kosztami finansowymi jest bezpośredni. Średnie firmy korzystające z dodatkowego finansowania (grupa LD) miały korzystny wskaźnik relacji kosztów finansowych do średniego stanu zobowiązań (W2). Oznacza to, że dług tych jednostek był obciążony mniejszym zakresem odpłatności.



Rys. 1. Przeciętny poziom wskaźnika relacji kosztów finansowych do średniego stanu zobowiązań ogółem (w %) dla wydzielonych grup firm

Źródło: Obliczenia własne.

Wyniki analizy wariancji dla wskaźnika relacji kosztów finansowych do średniego stanu zobowiązań ogółem (W2) przedstawiono w tabeli 3. Wartości wskaźnika W2 między badanymi przedsiębiorstwami są istotnie statystycznie różnicowane przez zmienną wielkość firmy.

Tabela 3. Analiza wariancji dla wskaźnika W2 (Koszty finansowe/
Średni stan zobowiązań ogółem)

Zmienne niezależne	F	p
Rok	0,88	0,349
Wielkość firmy	6,25*	0,014
Forma finansowania	0,84	0,361
ROK*Wielkość firmy	0,14	0,701
ROK*Forma finansowania	0,32	0,569
Wielkość firmy*Forma finansowania	1,62	0,206
ROK*Wielkość firmy*Forma finansowania	0,40	0,527

Źródło: Obliczenia własne.

Wskaźnik udziału odsetek w kosztach finansowych (W3) określa strukturę kosztów finansowania zewnętrznego w badanych MSP (tabela 4).

Tabela 4. Wybrane miary statystyczne wskaźnika W3 (Odsetki/Koszty finansowe)
– w badanych grupach MSP

Rok	Firmy	Grupa	Parametry statystyczne wskaźnika W3			
			\bar{x}	X_{\min}	X_{\max}	S_d
2008	Małe	LD	0,769	0,307	1,000	0,234
		P	0,754	0,402	0,990	0,212
	Średnie	LD	0,693	0,111	1,000	0,290
		P	0,641	0,070	1,000	0,341
2015	Małe	LD	0,522	0,232	0,969	0,264
		P	0,741	0,012	0,988	0,298
	Średnie	LD	0,770	0,288	0,995	0,208
		P	0,682	0,184	1,000	0,270

Źródło: Obliczenia własne.

Wartości średniej arytmetycznej wskaźnika W3 zawierają się w przedziale od 52,2% do 77%. Wartości te dla obu badanych grup (LD i P) wskazują, że koszty finansowe ponoszone przez przedsiębiorstwa były determinowane głównie przez koszty odsetek od pożyczonego kapitału. W początkowym okresie (2008 r.) odsetki były wyższe w przedsiębiorstwach, które miały w swej strukturze finansowania leasing i dotacje (grupa LD). Dotyczyło to zarówno przedsiębiorstw małych, jak i średnich. Z kolei w 2015 r. w małych firmach grupy LD

poziom tego wskaźnika wyniósł 52,2%, co oznacza, iż w porównaniu do 2008 r. zmniejszył się o 24,7 p.p. Spośród wszystkich analizowanych grup MSP, w 2015 r., koszty z tytułu odsetek były najniższe w małych firmach korzystających z leasingu i dotacji (grupa LD). Natomiast w średnich firmach grupy LD udział ten był nieco wyższy niż w firmach średnich z grupy P. Wyniki te mogą wskazywać, iż małe firmy coraz chętniej i skuteczniej dokonują substytucji źródeł kapitału, zastępując kredyty bankowe leasingiem i dotacjami (głównie z funduszy UE). Fakt spadku udziału kosztów odsetkowych w małych firmach, spowodowany wprowadzaniem dodatkowych form finansowania, należy uznać za pozytywny. Poszerzenie bazy finansowania poprawia dostęp małych firm do kredytów bankowych, gdyż dywersyfikacja źródeł kapitału nie powoduje tak znaczącego ograniczenia „pojemności zadłużeniowej”, jak w sytuacji opierania się niemal wyłącznie na kredytach bankowych.

W segmencie średnich firm poszerzenie źródeł kapitału o leasing i dotacje nie spowodowało zmiany struktury kosztów finansowych. Wynika to zapewne z faktu, iż w tych przedsiębiorstwach źródła te mają bardziej komplementarne, niż substytucyjne, znaczenie w stosunku do kredytów bankowych. Te ostatnie pozostają w średnich firmach głównym źródłem kapitału zewnętrznego.

Podsumowanie

Przeprowadzona analiza dowodzi, iż poszerzenie źródeł kapitału zewnętrznego może wpływać korzystnie na poziom kosztów finansowania w firmach sektora MSP. Firmy takie w zakresie finansowania zewnętrznego korzystają głównie z kredytów i pożyczek bankowych oraz kredytu handlowego. Pozyskanie dodatkowych form finansowania w postaci leasingu i dotacji świadczy o tym, iż firmy są kreatywne w zakresie poszerzania bazy kapitałowej. Jednocześnie powoduje to względny spadek kosztów finansowych, gdyż leasing, a zwłaszcza dotacje cechują zwykle niższe koszty pozyskania kapitału w porównaniu do kredytów i pożyczek bankowych. Ponadto taka dywersyfikacja ryzyka finansowego może skutkować szerszym dostępem do kredytów bankowych i niższymi kosztami ich pozyskania. W ocenie banków firmy korzystające z leasingu lub dotacji są mniej ryzykowne, gdyż te źródła kapitału nie obciążają aktywów zabezpieczeniami. Aktywa te mogą być zatem wykorzystane jako zabezpieczenie kredytów.

Relatywnie większe korzyści z poszerzania źródeł kapitału odnotowały średnie firmy sektora MSP. Potwierdza to wskaźnik obciążenia obrotów firm kosztami finansowymi i wskaźnik relacji kosztów finansowych do średniego stanu zobowiązań. W małych firmach wprowadzanie dodatkowego kapitału powoduje spadek kosztów odsetkowych.

Warunkiem rozwoju firm sektora MSP jest dostęp zasobów kapitałowych. Dostęp oznacza nie tylko faktyczne korzystanie z tych zasobów, ale w warunkach zmienności koniunktury gospodarczej również otwartą możliwość korzystania z określonych źródeł kapitału. Firmy sektora MSP należy wspierać m.in. poprzez rozszerzenie lub wzmocnienie oferty instrumentów finansowych dedykowanych tej grupie przedsiębiorstw, tak aby ich baza kapitałowa była coraz szersza.

Literatura

- Białek-Jaworska A., Nehrebecka N. (2015), *Rola kredytu handlowego w finansowaniu przedsiębiorstw*, „Gospodarka Narodowa”, nr 5(279).
- Bronakowska-Trząska M. (2015), *Kierunki kształtowania struktury kapitału w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 73.
- Dobosz M. (2001), *Wspomagana komputerowo statystyczna analiza wyników badań*, Akademicka Oficyna Wydawnicza Exit, Warszawa.
- Duliniec A. (2011), *Finansowanie przedsiębiorstwa: strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa.
- ECB (2015), *Survey on the Access to Finance of Small and Medium-sized Enterprises in the Euro Area*, European Central Bank, www.ecb.europa.eu.
- Filip P. (2014), *Strategies of Financing and Capital Allocation at Polish Enterprises under Crisis Conditions*, „Actual Problems of Economics”, No. 11(161).
- Filip P. (2015), *Identifying Sources of SMEs Financing in Selected Countries of the European Union – Approach and Limitations*, „Economic Spectrum, Scientific Journal about Economy and Economics”, 1.
- Jerzemska M. (2013), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa.
- Kata R., Filip P. (2016), *European Union Subsidies and Bank Credits as External Sources of Financing for Small and Medium Enterprises in Poland*, „Management”, Vol. 20/2.
- Kołosowska B., Tokarski A., Tokarski M., Chojnacka E. (2006), *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Łukasik G. (2006), *Decyzyjne problemy kształtowania struktury kapitału współczesnego przedsiębiorstwa* [w:] Z. Kędzior, K. Marcinek (red.), *Finanse kierunki badań*, AE Katowice, Centrum Badań i Ekspertyz, Katowice.
- Mendel T. (2002), *Uwarunkowania małej przedsiębiorczości i podejmowanie działalności gospodarczej w Polsce na początku XXI wieku* [w:] T. Mendel (red.), *Wybrane problemy zarządzania*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- MŚP od lupa*, Raport TNS Pentor dla EFL, Warszawa 2011.
- NBP (2017), *Sytuacja finansowa przedsiębiorstw niefinansowych III kw. 2016 r.*, NBP, Warszawa.

- Skowronek-Mielczarek A. (2003), *Wybory źródeł finansowania w małych i średnich przedsiębiorstwach* [w:] E. Orechwa-Maliszewska, A. Kopczuk (red.), *Finansowe aspekty funkcjonowania małych i średnich przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Białymstoku, Białystok.
- Słownik Języka Polskiego*, PWN, Warszawa 2012.
- Stradomski M. (2010), *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*, PWE, Warszawa
- Stroncsek A., Surowiec A., Sawicka J., Marcinowska E., Białas M. (2010), *Rachunek kosztów. Wybrane zagadnienia w teorii i przykładach*, C.H. Beck, Warszawa
- Targalski J. (1999), *Przedsiębiorczość i rozwój firmy*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków.
- Ustawa (1994) z dn. 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz. U. z 2016, poz. 1047.
- Ustawa (2009) z dn. 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, Dz. U. z 2017 r., poz. 191.
- Wędzki D. (2009), *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Oficyna Wydawnicza, Kraków.
- Zawistowski J. (2013), *Ocena luki finansowej w zakresie dostępu polskich przedsiębiorstw do finansowania zewnętrznego. Wnioski i rekomendacje dla Polityki Spójności w okresie 2014-2020*, Instytut Badań Strukturalnych, Warszawa.

CAPITAL RESOURCE EXTENSION VERSUS EXTERNAL FUNDING COSTS IN SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES

Summary: Identification of new funding resources is a proof of company's creativity in finding new capital. It leads to diversification of the capital structure and affects the rate of financial risk. In times of intense competitiveness one of the most critical ways of increasing company's profitability is cutting down on the cost of business activities, including its financial outlays. The aim of the paper is assessment whether and how extension of capital resource base affects the financial costs level in SMEs, related to sale revenues and average liabilities. The strategy of expanding sources of capital to reduce financial costs has been confirmed in the group of medium-sized companies. Beside, in small companies, such activity leads to beneficial changes in the structure of financial costs (reduction the share of interest costs).

Keywords: additional sources of capital, external financing costs, SMEs.