

Agnieszka Kurczewska

Zakład Finansów i Rachunkowości MSP
Uniwersytet Łódzki
<https://dx.doi.org/10.65748/fiqf-2008-0019>

Struktura finansowa francuskich małych i średnich przedsiębiorstw w świetle badań własnych

Wprowadzenie

Strukturę finansową przedsiębiorstwa stanowi całokształt relacji i proporcji pomiędzy jego zasobami finansowymi. Stanowi ona podstawę do badania kondycji finansowej i oceny gospodarki zasobami firmy. Problematyka struktury finansowej przedsiębiorstw jest szeroko obecna w literaturze z zakresu nauki o finansach. Zdecydowanie mniej miejsca poświęca się jednak strukturze finansowej sektora MSP. Logika wskazuje, że struktura finansowa małych i średnich przedsiębiorstw powinna różnić się od struktury finansowej dużych przedsiębiorstw. Poniższe opracowanie ma za zadanie stać się przyczynkiem do empirycznej weryfikacji tej tezy.

Celem artykułu jest zbadanie i ocena struktury finansowej małych i średnich przedsiębiorstw. Realizacja celu wymaga przeprowadzenia badań empirycznych. Wykorzystanych zostanie 8 wskaźników mierzących relacje między poszczególnymi elementami struktury finansowej tego sektora przedsiębiorstw. Wartości wskaźników prześledzone zostaną w okresie 16 lat (1989–2004), dla poszczególnych grup przemysłowych, przy wykorzystaniu bazy danych Komisji Europejskiej BACH. Do badań wybrano z bazy dane dla francuskich MSP.

Podjęcie tematu struktury finansowej MSP wymaga przeanalizowania dotychczasowego dorobku naukowego w tej dziedzinie. W tabeli nr 1 przedstawiono przegląd istotnych badań z obszaru struktury finansowej sektora, obejmujących przedsiębiorstwa z różnych krajów. Wymienione prace stały się inspiracją dla przeprowadzenia badań własnych. Szczególne znaczenie dla części badawczej pracy miało opracowanie D. Rivaud-Danset *Comparison between the financial structure of SME versus large enterprise using the BACH databank*, z której zaczerpnięto pomysł stworzenia wskaźników służących ocenie struktury finansowej przedsiębiorstw.

Tabela nr 1. Przegląd literatury dotyczącej badań struktury finansowej MSP.

tytuł	kraj	problematyka badawcza
PECKING ORDER THEORY AND THE FINANCIAL STRUCTURE OF MANUFACTURING SMEs FROM AUSTRALIA'S BUSINESS LONGITUDINAL SURVEY, A. Zoppa, R. McMahon	Australia	Weryfikacja hierarchii wyboru źródeł finansowania poprzez badanie struktury finansowej australijskich MSP działających w sferze przemysłu.
THE DYNAMICS OF CAPITAL STRUCTURE: EVIDENCE FROM SWEDISH MICRO AND SMALL FIRMS, A. Heshmati	Szwecja	Funkcjonowanie dźwigni finansowej w mikro i małych przedsiębiorstwach. Zależność między dźwignią finansową, rozwojem przedsiębiorstwa, jego wielkością, rentownością i wiekiem. Konstrukcja dynamicznego modelu struktury kapitałowej szwedzkich mikro i małych przedsiębiorstw.
THE DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE OF THE SMES: EVIDENCE FROM THE GREEK AND THE FRENCH FIRMS,	Francja, Grecja	Identyfikacja determinant struktury finansowej MSP w Grecji i Francji. Analiza porównawcza struktury finansowej greckich i francuskich MSP.

N. Daskalakis, M. Psillaki		
COMPARISON BETWEEN THE FINANCIAL STRUCTURE OF SME VERSUS LARGE ENTERPRISE D. Rivaud - Danset	7 krajów UE, Japonia, USA	Międzynarodowe porównanie struktury finansowej oraz rentowności małych, średnich i dużych przedsiębiorstw. Analiza klasterowa. Identyfikacja determinant rentowności MSP. Budowa modelu ekonometrycznego.
NEW APPROACHES TO THE ANALYSIS OF THE CAPITAL STRUCTURE OF SME'S: EMPIRICAL EVIDENCE FROM SPANISH FIRMS, C. Cardone-Riportella, L. Cazorla-Papis	Hiszpania	Ilościowa i jakościowa analiza czynników determinujących strukturę kapitałową hiszpańskich MSP w świetle teorii racjonowania kredytów, asymetrii informacji i relacji z instytucjami kredytowymi.
FINANCIAL POLICY AND CAPITAL STRUCTURE CHOICE IN U.K. SMES: EMPIRICAL EVIDENCE FROM COMPANY PANEL DATA, N. Michaelas, F. Chittenden, P. Poutziouris	Wielka Brytania	Analiza struktury kapitałowej MSP w Wielkiej Brytanii. Weryfikacja teorii dotyczących struktury finansowej małych i średnich przedsiębiorstw. Wskazania dla polityki wsparcia MSP.
ON CAPITAL STRUCTURE IN THE SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES: THE SPANISH CASE F. Sogorb Mira	Hiszpania	Weryfikacja teorii finansowych – teorii fiskalnej, teorii kompensacji i hierarchii wyboru źródeł finansowania poprzez analizę struktury kapitałowej małych i średnich przedsiębiorstw w Hiszpanii.
THE FINANCING OF SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES IN THE EURO AREA, European Central Bank	Kraje strefy euro	Analiza struktur finansowych małych i średnich przedsiębiorstw w krajach strefy euro. Analiza barier finansowych rozwoju MSP.

Źródło: opracowanie własne.

Strukturę finansową przedsiębiorstwa można analizować ilościowo i jakościowo. Analiza jakościowa ma za zadanie przedstawić, w jaki sposób struktura kapitałowo-majątkowa oddziałuje na zachowywanie się danego przedsiębiorstwa oraz na funkcjonowanie całego sektora podmiotów gospodarczych. Analiza ilościowa opisuje: podział, wzajemne relacje i przepływ zasobów finansowych w przedsiębiorstwach. Analiza struktury finansowej odpowiada na pytanie: dlaczego i w jaki sposób dokonują się zmiany w strukturze finansowej przedsiębiorstwa oraz identyfikuje pewne prawidłowości w jego zachowaniu. Dokonana w artykule analiza ma za zadanie, opierając się na danych dotyczących francuskich MSP, wyodrębnić specyfikę sektora w tym zakresie.

Charakterystyka badań własnych

W świetle przedstawionej literatury, podjęto badania własne, mające na celu wykazanie specyfiki francuskich małych i średnich przedsiębiorstw w zakresie struktury finansowej. Badanie specyfiki MSP przebiega dwutorowo. Po pierwsze analizowana jest stałość wartości relacji poszczególnych elementów struktury finansowej MSP. Ta część badania ma za zadanie odpowiedzieć na pytanie, czy można mówić o pewnych prawidłowościach w finansach małych i średnich przedsiębiorstw. Po drugie grupa małych przedsiębiorstw, ze względu na strukturę finansową, zostanie porównana ze średnimi, a przede wszystkim dużymi przedsiębiorstwami. W rezultacie, wyniki badania przybliżą odpowiedź na pytanie, czym i do jakiego stopnia MSP różnią się od dużych jednostek gospodarczych, a więc zbadana zostanie relacja między strukturą finansową przedsiębiorstwa a jego wielkością.

Badanie służy weryfikacji następującej hipotezy: struktura finansowa małych i średnich przedsiębiorstw różni się od struktury finansowej dużych przedsiębiorstw. Postawiono również dwie pomocnicze hipotezy badawcze:

1. Finansowanie krótkookresowe odgrywa większą rolę w finansowaniu małych i średnich niż dużych przedsiębiorstw.
2. Udział kapitału własnego w sumie bilansowej małych i średnich przedsiębiorstw jest niższy niż w dużych firmach.

Realizacja celów badania wymaga skonstruowania wskaźników pozwalających ocenić strukturę finansową przedsiębiorstw. Za kryterium doboru wskaźników przyjęto możliwość wykorzystania ich do weryfikacji przyjętych w badaniu hipotez. Użyto następujących wskaźników:

- Wskaźnik ogólnego zadłużenia;
- Wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego;
- Wskaźnik relacji zadłużenia krótkoterminowego do przychodów ze sprzedaży ogółem;
- Wskaźnik udziału kapitału własnego w finansowaniu majątku;
- Wskaźnik pokrycia zaangażowanych kapitałów majątkiem;
- Wskaźnik dźwigni finansowej;
- Wskaźnik relacji rezerw na zobowiązania do kapitału własnego;
- Wskaźnik udziału finansowych aktywów trwałych w aktywach trwałych ogółem.

Dane wykorzystane do badań pochodzą z bazy danych Dyrektoriatu Generalnego ds. Ekonomicznych i Finansowych Komisji Europejskiej – BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonised). BACH jest bazą danych zawierającą zharmonizowane roczne statystyki wyników finansowych przedsiębiorstw¹ dla 11 krajów Unii Europejskiej, Stanów Zjednoczonych i Japonii. Baza powstała w 1987 roku, zawiera jednak w większości dane z okresu 1980–2005. Zawartość BACH jest skategoryzowana wedle krajów, wielkości przedsiębiorstw i sektora ich działania. Sektory działania przedsiębiorstw są rozdzielone według dwóch najczęściej spotykanych klasyfikacji NACE² i MIG³. Struktura danych BACH w bazie jest następująca: poszczególne elementy bilansu przedstawione są jako odsetek sumy bilansowej, z kolei pozycje rachunku zysków i strat jako udział w obrotach ogółem. Aktywa ogółem, generowana wartość dodana i obroty przedsiębiorstw są dostępne w wartościach absolutnych.

W pracy wykorzystane zostaną dane BACH dla przedsiębiorstw francuskich (przede wszystkim MSP w myśl definicji Komisji Europejskiej) w okresie piętnastu lat – od 1989 do 2004 roku. Za początek badań przyjęto rok 1989 z uwagi na brak wcześniejszych danych uwzględniających wielkość przedsiębiorstw. Dane dla Francji w BACH pochodzą z Narodowego Banku Francji – Banque de France. Ogólna stopa pokrycia danych wynosi około 40% (przykładowo 38,6% w 1997), jednakże dla MSP jest ona z pewnością niższa (baza danych nie precyzuje jednak dokładnych wartości).

W bazie dostępne są dwa rodzaje danych – dane ruchome, inaczej schodkowe (ang. *sliding variables*) i dane zmienne (ang. *varied variables*). Zgodnie z zaleceniami i możliwościami⁴ bazy danych BACH, w pracy użyto zmiennych schodkowych, czyli dla danego roku zbadano dwie próby przedsiębiorstw każdej wielkości, co zapewnia większą reprezentatywność wyników badań. W badaniach posłużono się klasyfikacją głównych grup przemysłowych MIG (Main Industrial Groups):

- MIG 1 – przemysł energetyczny,
- MIG 2 – przemysł dóbr pośrednich,
- MIG 3 – przemysł związany z bieżącymi dobrami konsumpcyjnymi,
- MIG 4 – dobra kapitałowe,
- MIG 5 – przemysł związany z trwałymi dobrami konsumpcyjnymi.

¹ Z wyjątkiem przedsiębiorstw sektora finansowego.

² NACE jest europejską klasyfikacją działalności gospodarczej, europejskim odpowiednikiem Polskiej Klasyfikacji Działalności Gospodarczej (PKD).

³ MIG (Main Industrial Groups) jest jedną z klasyfikacji produkcji przemysłowej, opartą o główne zużycie produkcji i używaną w statystykach Unii Europejskiej.

⁴ Przy korzystaniu z danych zmiennych nie są dostępne istotne dane w postaci ilości przebadanych przedsiębiorstw, co uniemożliwia przeprowadzenie znacznej części badań.

Analiza struktury finansowej francuskich MSP

Do analizy struktury finansowej wykorzystano 8 wskaźników.

Wskaźnik ogólnego zadłużenia (w1)

Wskaźnik ten informuje o stopniu zadłużenia jednostki, tj. obciążeniu majątku zobowiązaniami finansowymi. Im osiąga mniejsze wartości, tym mniejszy jest udział kapitałów obcych w finansowaniu majątku. Ukazuje on ryzyko, jakie ponoszą kredytodawcy, finansując podmiot gospodarczy.⁵ Służy także wstępnej weryfikacji hipotezy głównej artykułu.

Tabela nr 2. Średnia wartość wskaźnika ogólnego zadłużenia w latach 1989–2004 dla poszczególnych grup przemysłowych.

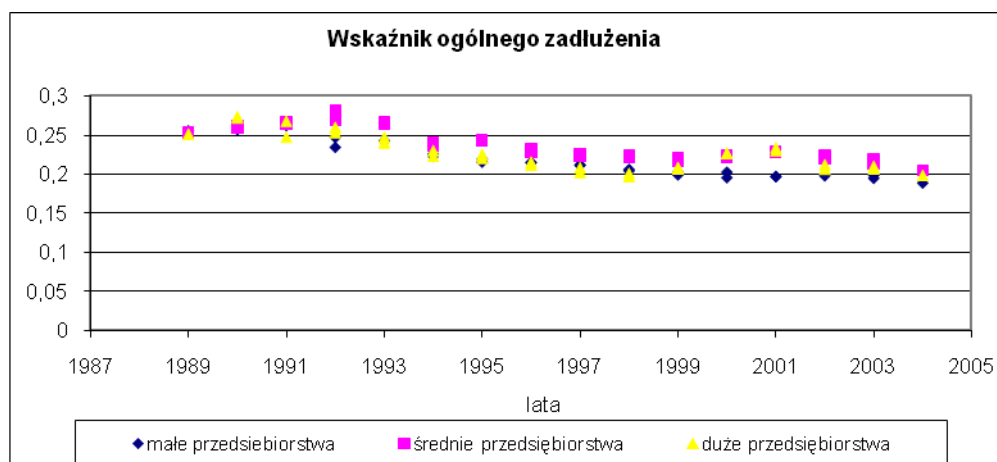
grupa przemysłowa	małe przedsiębiorstwa	średnie przedsiębiorstwa	duże przedsiębiorstwa
MIG1	0,283684	0,373399	0,258800
MIG 2	0,224311	0,241824	0,263445
MIG 3	0,238470	0,257202	0,220556
MIG 4	0,175530	0,177062	0,152268
MIG5	0,212203	0,207599	0,168578

Źródło: wyliczenia własne, na podstawie bazy danych BACH.

Średnia wartość wskaźnika w latach 1989–2004, dla wszystkich grup przemysłowych:

- dla małych przedsiębiorstw: 0,216
- dla średnich przedsiębiorstw: 0,233
- dla dużych przedsiębiorstw: 0,222

Wykres nr 1. Wskaźnik ogólnego zadłużenia.



Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych, dane z bazy BACH.

Z analizy wskaźnika ogólnego zadłużenia dla małych, średnich i dużych przedsiębiorstw wynika, że udział zadłużenia finansowego w aktywach ogółem wykazuje dość podobne wartości, niezależnie od rozmiaru przedsiębiorstwa. Przeciętna wielkość wskaźnika dla małych przedsiębiorstw wynosi 21,6%, dla średnich 23,3%, a dla dużych 22,2%. Widoczna jest jednak delikatna tendencja spadkowa wielkości wskaźnika dla wszystkich rozmiarów przedsiębiorstw. Warto zauważyć, że dla przedsiębiorstw z MIG 3–MIG 5 udział zadłużenia finansowego w aktywach ogółem dla dużych przedsiębiorstw jest mniejszy, niż dla średnich i małych, a największe zadłużenie notują średnie przedsiębiorstwa.

Wskaźnik osiąga wartości niższe niż przyjmowana najczęściej norma [0,57–0,67]. Spowodowane jest to przyjęciem w pracy zmodyfikowanej wersji wskaźnika ogólnego zadłużenia

⁵ L. Szyszko, J. Szczepański, *Finanse przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2003, s. 343–344.

popularnego w analizie finansowej przedsiębiorstwa, mierzącego udział sumy zobowiązań krótko- i długoterminowych w sumie bilansowej. W badaniu zdecydowano się na analizę udziału jedynie finansowych elementów zobowiązań krótko- i długookresowych w sumie bilansowej (a dokładniej tych, które generują dodatkowe opłaty), uznając, że jest ona bardziej adekwatna przy badaniu finansowej struktury przedsiębiorstw.

Wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego (w2)

Wskaźnik pozwala określić natężenie krótkookresowych zobowiązań finansowych w sumie wszystkich zobowiązań przedsiębiorstw i tym samym posłuży do oceny struktury ich finansowania. Im większą wartość osiągnie, tym znaczącą rolę należy przypisywać finansowaniu krótkoterminowemu. Wskaźnik ten służy przede wszystkim weryfikacji pomocniczej hipotezy badawczej nr 1.

Tabela nr 3. Średnia wartość wskaźnika zadłużenia krótkoterminowego w latach 1989–2004 dla poszczególnych grup przemysłowych.

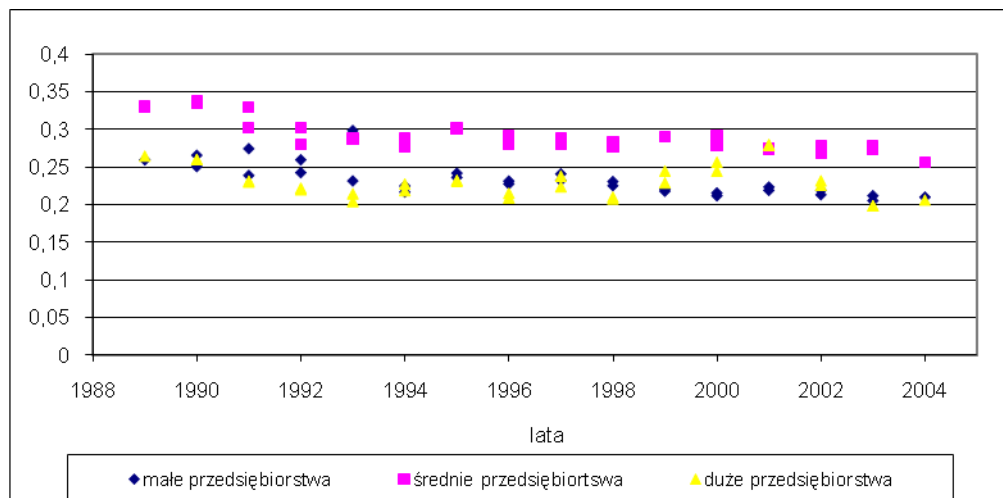
grupa przemysłowa	małe przedsiębiorstwa	średnie przedsiębiorstwa	duże przedsiębiorstwa
MIG 1	0,114333	0,086242	0,043239
MIG 2	0,200670	0,262079	0,226788
MIG 3	0,249567	0,296729	0,243127
MIG 4	0,262842	0,320353	0,238796
MIG 5	0,247704	0,356769	0,301182

Źródło: wyliczenia własne, na podst. bazy danych BACH.

Średnia wartość wskaźnika w latach 1989–2004, dla wszystkich grup przemysłowych:

- dla małych przedsiębiorstw: 0,230
- dla średnich przedsiębiorstw: 0,286
- dla dużych przedsiębiorstw: 0,231

Wykres nr 2. Wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego.



Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych, dane z bazy BACH.

Z analizy wartości wskaźnika zadłużenia krótkoterminowego wynikają dwa ciekawe wnioski. Po pierwsze, z wyjątkiem branży energetycznej, wskaźnik ten osiąga najwyższe wartości dla średnich przedsiębiorstw. Po drugie, zaskakujące jest podobieństwo wyników dla małych i dużych przedsiębiorstw. Przeciętna wartość wskaźnika w obu grupach w badanym okresie wyniosła 23% (dla średnich przedsiębiorstw 28,6%). Wynika stąd, że średnie przedsiębiorstwa częściej korzystają z zadłużenia krótkoterminowego niż przedsiębiorstwa małe, co zostanie poddane dalszej weryfikacji, przy pomocy następnego wskaźnika.

Wskaźnik relacji krótkoterminowego zadłużenia do sprzedaży ogółem (w3)

Wskaźnik ten mierzy udział krótkoterminowego zadłużenia w przychodach ze sprzedaży ogółem. Jego rolą jest dalsza weryfikacja wyników poprzedniego wskaźnika – wzmocnienie lub osłabienie tezy o większym znaczeniu finansowania krótkoterminowego w małych i średnich firmach w porównaniu z dużymi przedsiębiorstwami. Wskaźnik posłuży więc dalszej weryfikacji pomocniczej hipotezy badawczej nr 1.

Tabela nr 4. Średnia wartość wskaźnika relacji krótkoterminowego zadłużenia do sprzedaży ogółem w latach 1989–2004 dla poszczególnych grup przemysłowych.

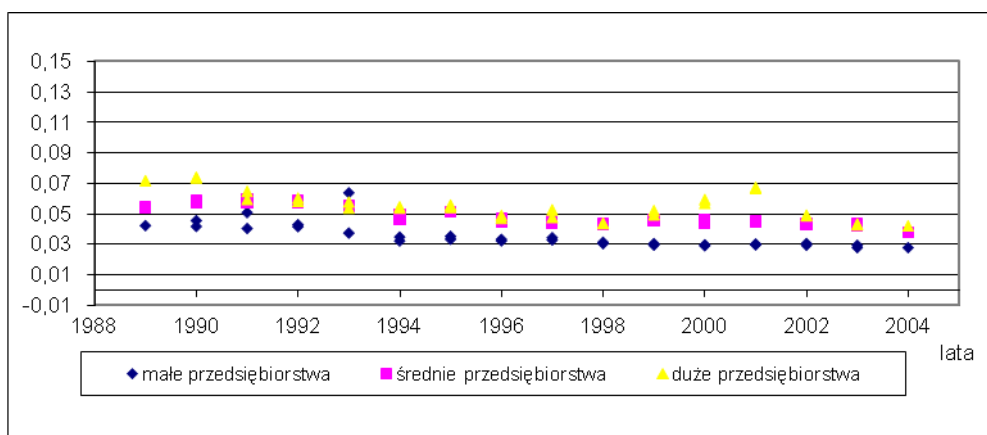
grupa przemysłowa	małe przedsiębiorstwa	średnie przedsiębiorstwa	duże przedsiębiorstwa
MIG 1	0,054745	0,063587	0,015998
MIG 2	0,031822	0,045481	0,061634
MIG 3	0,039172	0,051038	0,056509
MIG 4	0,032489	0,043986	0,041183
MIG 5	0,033538	0,050998	0,058569

Źródło: wyliczenia własne, na podstawie bazy danych BACH.

Średnia wartość wskaźnika w latach 1989–2004, dla wszystkich grup przemysłowych:

- dla małych przedsiębiorstw: 0,034
- dla średnich przedsiębiorstw: 0,047
- dla dużych przedsiębiorstw: 0,054

Wykres nr 3. Wskaźnik relacji krótkoterminowego zadłużenia do przychodów ze sprzedaży ogółem.



Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych, dane z bazy BACH.

Dla małych przedsiębiorstw wskaźnik krótkoterminowego zadłużenia w badanym okresie przeciętnie wynosi 3,42%, dla średnich 4,74%, a dla dużych 5,40%. Nieznacznie wyższe wartości wskaźnika osiągają jednak średnie i duże przedsiębiorstwa (wyjątek stanowią przedsiębiorstwa z grupy przemysłowej MIG 1). Wyniki te są zastanawiające, przyjmuje się bowiem, że finansowanie krótkoterminowe pełni istotniejszą rolę w mniejszych podmiotach gospodarczych. Wskaźnik ten wykazuje się stosunkowo dużą stałością w czasie, która może stać się podstawą do ustalenia pewnej prawidłowości o udziale finansowego krótkoterminowego zadłużenia w przychodach firmy.

Wskaźnik udziału kapitału własnego w finansowaniu majątku (w4)

Wskaźnik mierzy udział kapitału własnego w sumie bilansowej, pozwala więc określić rolę funduszy własnych w finansowaniu majątku przedsiębiorstw. Im większą wartość osiąga, tym mniejsze znaczenie w firmie odgrywa kapitał obcy. Wskaźnik ten służy weryfikacji pomocniczej hipotezy badawczej nr 2.

Tabela nr 5. Średnia wartość wskaźnika udziału kapitału własnego w finansowaniu majątku w latach 1989-2004 dla poszczególnych grup przemysłowych.

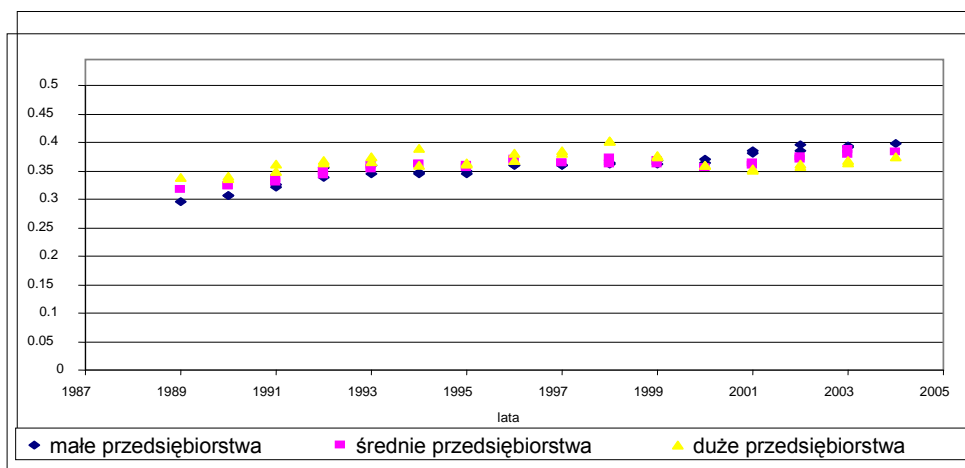
grupa przemysłowa	małe przedsiębiorstwa	średnie przedsiębiorstwa	duże przedsiębiorstwa
MIG 1	0,305059	0,221736	0,163967
MIG 2	0,379279	0,378087	0,392593
MIG 3	0,359796	0,360113	0,438017
MIG 4	0,330578	0,322790	0,245698
MIG 5	0,362052	0,403761	0,357190

Źródło: wyliczenia własne, na podstawie bazy danych BACH.

Średnia wartość wskaźnika w latach 1989 – 2004, dla wszystkich grup przemysłowych:

- dla małych przedsiębiorstw: 0,361
- dla średnich przedsiębiorstw: 0,360
- dla dużych przedsiębiorstw: 0,369

Wykres nr 4. Wskaźnik udziału kapitału własnego w finansowaniu majątku.



Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych, dane z bazy BACH.

Wskaźnik udziału funduszy własnych w sumie bilansowej przybiera podobne wartości niezależnie od rozmiaru przedsiębiorstwa. Przeciętnie, w latach 1989–2004, jego wielkość dla małych przedsiębiorstw wynosiła 36,1%, dla średnich 36%, a dużych 36,9%.

Wielkość tego wskaźnika w czasie ulega systematycznemu wzrostowi – w podanym przedziale czasowym rośnie od poziomu 30% do poziomu 40%. Z analizy wskaźnika wynika, że małe i średnie przedsiębiorstwa są przeciętnie tak samo dokapitalizowane, jak duże przedsiębiorstwa. Dla MIG 1, MIG 4 i MIG5, wskaźnik dla MSP wskazuje nawet wyższe wartości, niż dla dużych jednostek. Co nietypowe, wartość wskaźnika dla małych przedsiębiorstw ulega najmniejszym wahaniom.

Wskaźnik pokrycia zaangażowanych kapitałów majątkiem (w5)

Dzięki zastosowaniu wskaźnika kontynuowane będą badania udziału kapitałów (kapitał własny plus długookresowe zobowiązania) w finansowaniu majątku, tym razem oceniające stopień pokrycia zaangażowanych kapitałów majątkiem, rozumianym jako suma aktywów trwałych i kapitału pracującego (różnica między aktywami obrotowymi a zobowiązaniami krótkookresowymi). Inaczej mówiąc, wskaźnik pozwoli ocenić jaka istnieje relacja między kapitałami a majątkiem po spłaceniu zobowiązań krótkookresowych.

Tabela nr 6. Średnia wartość wskaźnika pokrycia zaangażowanych kapitałów majątkiem w latach 1989–2004 dla poszczególnych grup przemysłowych.

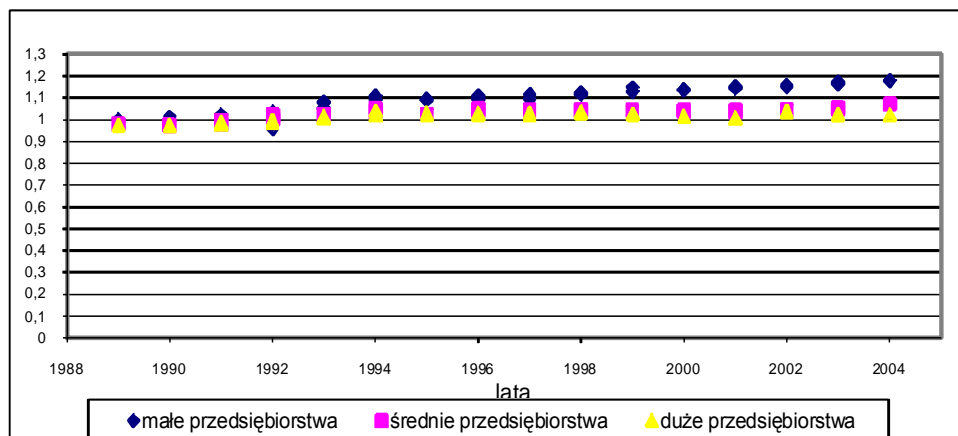
grupa przemysłowa	małe przedsiębiorstwa	średnie przedsiębiorstwa	duże przedsiębiorstwa
MIG 1	1,090401	1,021158	1,017315
MIG 2	1,122279	1,010050	0,967632
MIG 3	1,153553	1,032566	1,012509
MIG 4	1,051980	1,085739	1,113685
MIG 5	1,087067	1,061223	1,028032

Źródło: wyliczenia własne, na podstawie bazy danych BACH.

Średnia wartość wskaźnika w latach 1989–2004, dla wszystkich grup przemysłowych:

- dla małych przedsiębiorstw: 1,112
- dla średnich przedsiębiorstw: 1,022
- dla dużych przedsiębiorstw: 1,017

Wykres nr 5. Wskaźnik pokrycia zaangażowanych kapitałów majątkiem.



Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych, dane z bazy BACH.

Wartość wskaźnika pokrycia zaangażowanych kapitałów majątkiem spada wraz ze wzrostem wielkości przedsiębiorstwa. Dla małych przedsiębiorstw jego wartość w badanym okresie wynosiła 111,2%, dla średnich 102,2%, a dla dużych 101,7%. Stopień pokrycia zaangażowanych kapitałów przybiera więc zbliżone wartości dla grupy średnich i dużych przedsiębiorstw. Dla wszystkich przedsiębiorstw zaobserwowano niewielką tendencję wzrostową wskaźnika, jednakże wyraźniejszą dla małych przedsiębiorstw.

Wskaźnik dźwigni finansowej (w6)

Wskaźnik mierzy udział zadłużenia długookresowego w strukturze kapitału, ocenia więc długookresową wypłacalność firmy. Określa stopień, do jakiego przedsiębiorstwa polegają na finansowaniu długim. Im wyższe wartości osiąga wskaźnik, tym większe ryzyko wiąże się z zadłużaniem się. Wskaźnik dźwigni finansowej informuje o efektywności wykorzystania kapitałów obcych w przedsiębiorstwie.

Tabela nr 7. Średnia wartość wskaźnika w latach 1989–2004 dla poszczególnych grup przemysłowych.

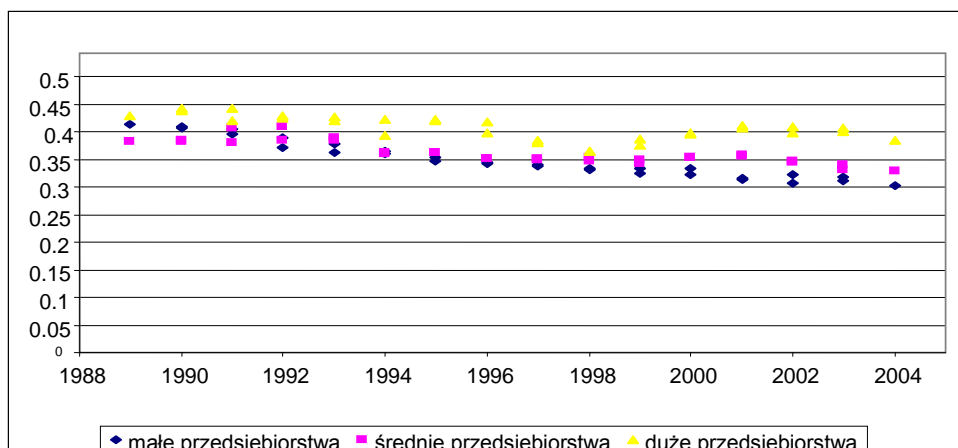
grupa przemysłowa	małe przedsiębiorstwa	średnie przedsiębiorstwa	duże przedsiębiorstwa
MIG 1	0,565531	0,695507	0,796188
MIG 2	0,349337	0,356761	0,403722
MIG 3	0,355277	0,367162	0,324623
MIG 4	0,318702	0,342223	0,471644
MIG 5	0,327717	0,287230	0,330454

Źródło: wyliczenia własne, na podstawie bazy danych BACH.

Średnia wartość wskaźnika w latach 1989–2004, dla wszystkich grup przemysłowych:

- dla małych przedsiębiorstw: 0,344
- dla średnich przedsiębiorstw: 0,358
- dla dużych przedsiębiorstw: 0,374

Wykres nr 6. Wskaźnik dźwigni finansowej.



Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych, dane z bazy BACH.

W badanym okresie wartość wskaźnika dźwigni finansowej rośnie (choć w niewielkim stopniu) wraz z rozmiarem przedsiębiorstwa (wyjątek stanowi MIG 3, w tej grupie przemysłowej najwyższą wartość dźwigni finansowej osiągają średnie przedsiębiorstwa). Przeciętnie dla małych przedsiębiorstw wynosi ona 34,4%, dla średnich 35,8%, a dla dużych 37,4%.

Biorąc pod uwagę niższy poziom wskaźnika dźwigni finansowej i niższy udział kapitałów własnych w sumie bilansowej w MSP, wnioskować można, że we Francji kapitał małych i średnich przedsiębiorstw jest mniej stały, niż kapitał dużych przedsiębiorstw.

Wskaźnik relacji rezerw na zobowiązania do kapitału własnego (w7)

Wskaźnik mierzy udział rezerw na zobowiązania w posiadanym przez przedsiębiorstwa kapitale (różnicy między sumą pasywów a zadłużeniem krótko- i długoterminowym).

Tabela nr 8. Średnia wartość wskaźnika relacji rezerw na zobowiązania do kapitału własnego w latach 1989–2004 dla poszczególnych grup przemysłowych.

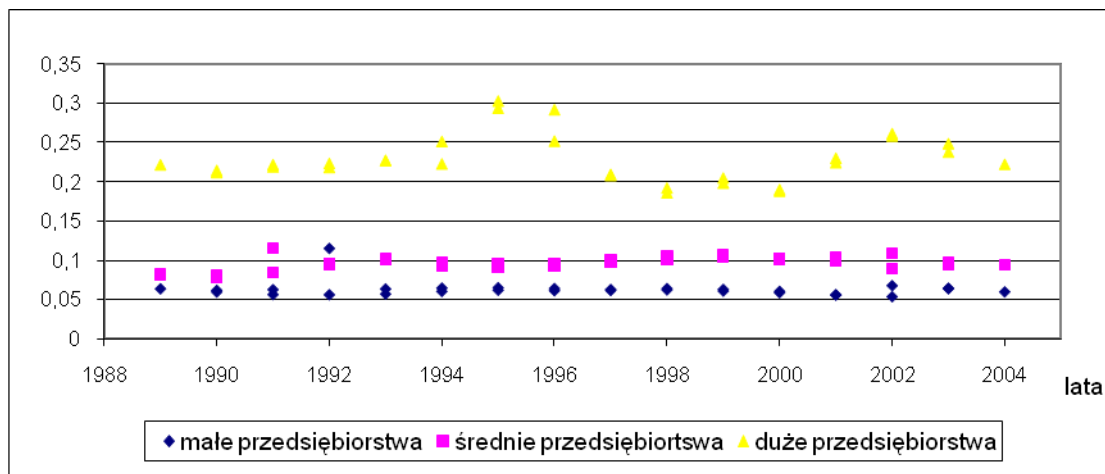
grupa przemysłowa	małe przedsiębiorstwa	średnie przedsiębiorstwa	duże przedsiębiorstwa
MIG 1	0,542909	0,753634	1,870813
MIG 2	0,060188	0,078097	0,143849
MIG 3	0,047487	0,072415	0,077655
MIG 4	0,076169	0,141507	0,372333
MIG 5	0,042160	0,069098	0,113442

Źródło: wyliczenia własne, na podstawie bazy danych BACH.

Średnia wartość wskaźnika w latach 1989–2004 dla wszystkich grup przemysłowych:

- dla małych przedsiębiorstw: 0,062
- dla średnich przedsiębiorstw: 0,097
- dla dużych przedsiębiorstw: 0,227

Wykres nr 7. Wskaźnik relacji rezerw na zobowiązania do kapitału własnego.



Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych, dane z bazy BACH.

Wielkość wskaźnika wzrasta wraz z rozmiarem przedsiębiorstwa, przy czym wyniki dla małych i średnich przedsiębiorstw są do siebie bardziej zbliżone, niż średnich i dużych jednostek. Największy udział rezerw w kapitałach własnych wykazują przedsiębiorstwa duże – przeciętnie 22,7%, następnie średnie 9,7%, najmniej małe przedsiębiorstwa 6,2%.

Największe różnice w wielkościach wskaźnika widoczne są dla branży energetycznej (MIG 1). Zauważalna jest również większa „stałość” wskaźnika dla małych i średnich przedsiębiorstw.

Wskaźnik udziału finansowych aktywów trwałych w aktywach trwałych ogółem (w8)

Zadaniem wskaźnika jest zbadanie udziału finansowych aktywów trwałych przedsiębiorstw w aktywach trwałych ogółem. Pozwala to na ocenę skali inwestycji przedsiębiorstw w udziały i akcje (lub inne papiery wartościowe) innych firm i instytucji.

Tabela nr 9. Średnia wartość wskaźnika udziału finansowych aktywów trwałych w aktywach trwałych ogółem w latach 1989–2004 dla poszczególnych grup przemysłowych.

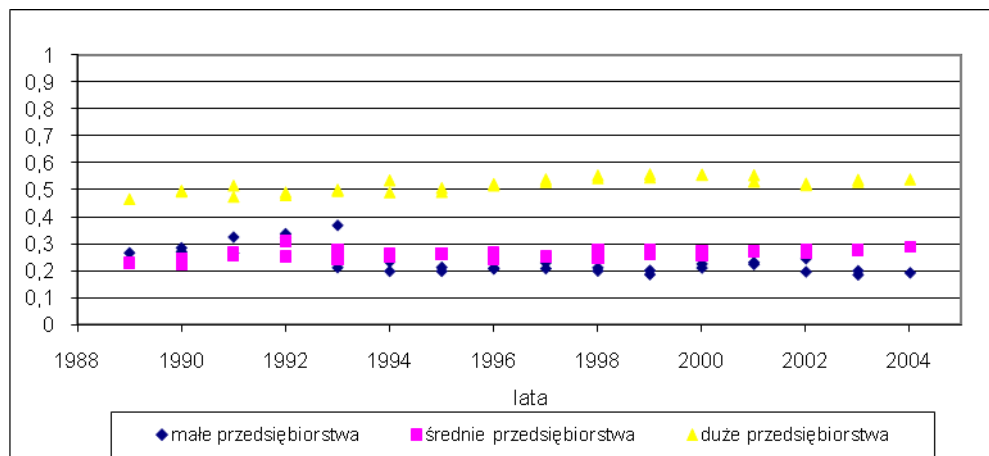
grupa przemysłowa	małe przedsiębiorstwa	średnie przedsiębiorstwa	duże przedsiębiorstwa
MIG 1	0,306661	0,117135	0,201348
MIG 2	0,239491	0,242240	0,461627
MIG 3	0,239324	0,276420	0,599266
MIG 4	0,218044	0,293382	0,574337
MIG 5	0,164625	0,273734	0,454989

Źródło: wyliczenia własne, na podstawie bazy danych BACH.

Średnia wartość wskaźnika w latach 1989–2004, dla wszystkich grup przemysłowych:

- dla małych przedsiębiorstw: 0,231
- dla średnich przedsiębiorstw: 0,263
- dla dużych przedsiębiorstw: 0,523

Wykres nr 8. Wskaźnik udziału finansowych aktywów trwałych w aktywach trwałych ogółem.



Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych, dane z bazy BACH.

Z analizy wartości wskaźnika dla małych, średnich i dużych przedsiębiorstw wynika, że udział finansowych aktywów trwałych w aktywach trwałych ogółem rośnie wraz z rozmiarem przedsiębiorstwa. Tendencja ta powtarza się we wszystkich sektorach, z wyjątkiem MIG 1 – energetycznego. Należy jednak zauważyć, że sektor ten nie jest typowym sektorem działania MSP, próba statystyczna dla MIG 1 jest najmniejsza, a ponadto w ostatnich 3 latach wartość wskaźnika również dla małych przedsiębiorstw specjalizujących się w branży energetycznej gwałtownie spada (do średnio 0,12 w latach 2003–2005).

Udział finansowych aktywów trwałych w aktywach trwałych dla małych i średnich przedsiębiorstw jest bardziej wartościowo zbliżony do siebie, niż średnich i dużych przedsiębiorstw. Dla małych przedsiębiorstw przeciętnie wynosi on 23%, a dla średnich 26%. W dużych przedsiębiorstwach finansowe aktywa trwałe stanowią średnio ponad połowę (52%) aktywów trwałych.

Wnioski

W artykule analizie poddana została struktura finansowa francuskich przedsiębiorstw. Zbudowano osiem wskaźników, których wartości porównano w czasie, dla różnych grup przemysłowych i rozmiarów firm. Weryfikacja hipotez i wysnucie wniosków ogólnych wymaga interpretacji zbiorczej wskaźników struktury finansowej. Syntetyczna analiza wskaźników doprowadza do następujących wniosków.

Badania skłaniają się do potwierdzenia głównej hipotezy badawczej, zakładającej, że struktura finansowa małych i średnich przedsiębiorstw różni się od struktury finansowej dużych przedsiębiorstw. Wyraźne różnice w strukturze finansowej wykazały następujące wskaźniki struktury finansowej:

- wskaźnik relacji rezerw na zobowiązania do kapitału własnego (w7),
- wskaźnik udziału finansowych aktywów trwałych w aktywach trwałych (w8),

Badania potwierdzają więc konieczność rozpatrywania problematyki finansowej małych i średnich przedsiębiorstw w odróżnieniu od dużych przedsiębiorstw.

Badania nie potwierdziły jednoznacznie pomocniczej hipotezy badawczej nr 1, zakładającej, że krótkookresowe finansowanie odgrywa większą rolę w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw niż dużych przedsiębiorstw. Udział krótkoterminowego finansowego zadłużenia w obrotach dla wszystkich grup przedsiębiorstw osiągnął podobną wielkość. Badanie struktury zadłużenia wykazało, że największy udział krótkoterminowego zadłużenia finansowego w zadłużeniu ogółem posiadają średnie przedsiębiorstwa, w przedsiębiorstwach małych i dużych udział ten jest mniejszy i o podobnej wielkości (w2).

Badania nie potwierdziły jednoznacznie pomocniczej hipotezy badawczej nr 2, zakładającej, że udział kapitału własnego w sumie bilansowej małych i średnich przedsiębiorstw jest niższy, niż dużych firm. Dla większości grup przedsiębiorstw udział ten przyjmuje bardzo podobne wartości (wskaźnik udziału kapitału własnego w finansowaniu majątku; w4).

Badania potwierdziły, często podkreślany w literaturze i praktyce gospodarczej fakt, że istotny wpływ na strukturę finansową przedsiębiorstwa ma rodzaj branży, czy grupy przemysłowej, do której należy przedsiębiorstwo. Wyraźnie widać różnice między tymi sektorami przedsiębiorstw, wyróżnia się zwłaszcza sektor energetyczny MIG 1.

Badania pokazują nietypowość średniej wielkości firm. Potwierdza to przede wszystkim – istotny z punktu widzenia rozważań w pracy – wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego (w2). Pozostałe wskaźniki dla średnich przedsiębiorstw nie zawsze bliższe są wartościowo małym przedsiębiorstwom, lecz czasem zbliżają się do tych osiąganych przez duże jednostki gospodarcze (wskaźniki w3, w5). W literaturze przedmiotu istnieje bardzo mało badań czy opracowań dotyczących jedynie średniej wielkości przedsiębiorstw. Najczęściej analizie poddawane są łącznie małe i średnie przedsiębiorstwa, małe i mikro przedsiębiorstwa lub duże jednostki gospodarcze. Wydaje się jednak, że większe rozpoznanie firm średniej wielkości mogłoby być bardzo przydatne, zwłaszcza przy badaniu zagadnień wzrostu przedsiębiorstwa.

Tabela nr 10 przedstawia średnie wartości wskaźników dla poszczególnych klas rozmiarów przedsiębiorstw. Badania pokazują stosunkowo dużą stałość wskaźników struktury finansowej w badanym okresie. W tabeli 11 przedstawiono wartości odchylenia standardowego oraz współczynnika zmienności⁶ dla wszystkich wskaźników i rozmiarów firm. Zgodnie z przyjętymi zasadami statystyki, można uznać, że uzyskane wartości dla większości wskaźników mieszczą się w zakresie odpowiadającym niskiemu poziomowi zmienności. Jedynie wartość wskaźnika w3 i w8 dla małych firm przybierają wartości średniego poziomu zmienności.

Tabela nr 10. Średnie wartości wskaźników dla poszczególnych klas rozmiarów przedsiębiorstw.

WSKAŹNIK	ŚREDNIA WARTOŚĆ		
	przedsiębiorstwa		
	małe	średnie	duże
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (w1)	0,216	0,233	0,222
Wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego (w2)	0,230	0,286	0,231
Wskaźnik relacji krótkoterminowego zadłużenia do sprzedaży ogółem (w3)	0,034	0,047	0,054
Wskaźnika udziału kapitału własnego w finansowaniu majątku (w4)	0,361	0,360	0,369
Wskaźnik pokrycia zaangażowanych kapitałów majątkiem (w5)	1,112	1,022	1,017
Wskaźnik dźwigni finansowej (w6)	0,344	0,358	0,374
Wskaźnik relacji rezerw na zobowiązania do kapitału własnego (w7)	0,062	0,097	0,227
Wskaźnik udziału finansowych aktywów trwałych w aktywach trwałych ogółem (w8)	0,231	0,263	0,523

Źródło: opracowanie własne.

Tabela nr 11. Miary rozproszenia wskaźników struktury finansowej.

WSKAŹNIK	ODCHYLENIE STANDARDOWE		
	przedsiębiorstwa		
	małe	średnie	duże
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (w1)	0,025	0,021	0,023
Wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego (w2)	0,022	0,021	0,022
Wskaźnik relacji krótkoterminowego zadłużenia do sprzedaży ogółem (w3)	0,008	0,006	0,009
Wskaźnika udziału kapitału własnego w finansowaniu majątku (w4)	0,027	0,018	0,016
Wskaźnik pokrycia zaangażowanych kapitałów majątkiem (w5)	0,062	0,026	0,020
Wskaźnik dźwigni finansowej (w6)	0,034	0,021	0,023
Wskaźnik relacji rezerw na zobowiązania do kapitału własnego (w7)	0,010	0,008	0,030
Wskaźnik udziału finansowych aktywów trwałych w aktywach trwałych ogółem (w8)	0,048	0,017	0,025

⁶ Współczynnik zmienności to iloraz bezwzględnej miary zmienności cechy i średniej wartości tej cechy, jest wielkością niemianowaną, najczęściej podawaną w procentach.

WSKAŹNIK	WSPÓLCZYNNIK ZMIENNOŚCI		
	przedsiębiorstwa		
	małe	średnie	duże
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (w1)	11,57%	9,01%	10,36%
Wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego (w2)	9,57%	7,34%	9,52%
Wskaźnik relacji krótkoterminowego zadłużenia do sprzedaży ogółem (w3)	23,53%	12,77%	16,67%
Wskaźnika udziału kapitału własnego w finansowaniu majątku (w4)	7,48%	5,00%	4,34%
Wskaźnik pokrycia zaangażowanych kapitałów majątkiem (w5)	5,58%	2,54%	1,97%
Wskaźnik dźwigni finansowej. (w6)	9,88%	5,87%	6,15%
Wskaźnik relacji rezerw na zobowiązania do kapitału własnego (w7)	16,13%	8,25%	13,22%
Wskaźnik udziału finansowych aktywów trwałych w aktywach trwałych ogółem (w8)	20,78%	6,46%	4,78%

Źródło: opracowanie własne.

Literatura

Daskalakis N., Psillaki M., *The Determinants of Capital Structure of the SMEs: Evidence from the Greek and the French firms*, XXII^{èmes} Journées d'Economie Monétaire et Bancaire, Strasbourg 2005.

Heshmati A., *The dynamics of capital structure: evidence from Swedish micro and small firms*, *Research in Banking and Finance*, Working Paper Series in Economics and Finance, no 0440, Stockholm School of Economics, 2001.

Cardone-Riportella C., Cazorla-Papis L., *New approaches to the analysis of the capital structure of sme's: empirical evidence from spanish firms*, Working Paper 01-10 Departamento de Economía de la Empresa, Business Economics Universidad Carlos III de Madrid, Madrid 2001.

Michaelas N., Chittenden F., Poutziouris P., *Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: empirical evidence from company panel data*, „Small Business Economics” 1999, nr 12.

Rivaud-Danset D., *Comparison between the financial structure of SME versus large enterprise using the BACH databank*, Final report for DGII, European Community, Institutions et Dynamiques Historiques de l'Économie, Centre National de la Recherche Scientifique, Paris 1998.

Sogorb Mira F., *On capital structure in the small and medium enterprises: the Spanish case*, Serie de Colección de Informes del Observatorio de Economía Europea del Instituto de Estudios Europeos, no2, 2002.

Finanse przedsiębiorstwa, red. L. Szyszko, J. Szczepański, PWE, Warszawa 2003.

The financing of small and medium-sized enterprises in the euro area, European Central Bank Monthly Bulletin, August 2007.

Zoppa A., McMahon R., *Pecking order theory and the financial structure of manufacturing SMEs from Australia's business longitudinal survey*, „School of Commerce Research Paper Series”, 2002, [02-1].