

Współczesne Finanse

Teoria i Praktyka

nr 1/2017 (2)

Uniwersytet Szczeciński

Rada Naukowa

prof. dr Helena Błażić – University in Rijeka
prof. dr hab. Danuta Dziawgo – Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu
prof. dr hab. Leszek Dziawgo – Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu
prof. dr Günter Hofbauer – Technische Hochschule Ingolstadt
prof. dr António Morão Lourenço – Polytechnic Institute of Santarém
prof. dr hab. Mihály Ormos – Budapest University of Technology and Economics
prof. dr hab. Janusz Ostaszewski – Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
prof. dr hab. Wiesława Przybylska-Kapuścińska – Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
prof. dr hab. Maria Sierpińska – Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie
prof. dr hab. Andrzej Szopa – Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie
prof. dr hab. Jerzy Węclawski – Uniwersytet Marii Curie Skłodowskiej w Lublinie

Lista recenzentów znajduje się na stronie internetowej czasopisma www.wnus.edu.pl/wf

Redaktor naczelny	prof. dr hab. Aurelia Bielawska
Redaktorzy naukowcy	dr Dariusz Pauch, dr Maciej Pawłowski
Redakcja językowa	Elżbieta Blicharska
Korekta językowa	Ewelina Piotrowska
Skład komputerowy	Michał Dykas
Projekt okładki	Joanna Dubois-Mosora

Czasopismo indeksowane jest w: BazEkon, CABI, Index Copernicus oraz BazHum

© Copyright by Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2017

ISSN 2544-199X

WYDAWNICTWO NAUKOWE UNIwersytetu SZCZecińskiego

Wydanie I. Ark. wyd. 5,0. Ark. druk. 5,0. Format B5. Nakład 49 egz.

Spis treści

Paweł Felis

Real Property Tax Reform. Theoretical Aspects. The Outline of Reference Model
for Communes in Poland 5

Lilianna Jodkowska

Grundsätze und Auswirkungen der Sparpolitik in Deutschland 13

Marian Krupa

Crowdfunding jako innowacyjny instrument zarządzania ryzykiem
utruty płynności finansowej w sektorze MŚP 25

Gunther Meeh-Bunse, Martin Welling

Finanzierungstrends mittelständischer Konzerne
auf Basis der Konzernrechnungslegung – eine kritische Analyse
am Beispiel der Region Osnabrück 35

Jowita Piątkowska

Czynniki optymalizacji struktury kapitału. Praktyczna weryfikacja. 45

Robert Wolański

Fundusze pożyczkowe i poręczeniowe a małe i średnie przedsiębiorstwa –
wzajemne interakcje 53

Mateusz Żukowski

Optymalny dobór wag akcji w portfelu dzięki analizie premii za ryzyko specyficzne ...67

Sprawozdanie z ogólnopolskiej konferencji naukowej –

Innowacje w bankowości i finansach. 77

Real Property Tax Reform. Theoretical Aspects. The Outline of Reference Model for Communes in Poland

PAWEŁ FELIS

dr hab., Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Instytut Finansów
e-mail: pfelis@sgh.waw.pl

KEYWORDS local government finance, local taxes, real property taxes, wealth taxes legitimization

ABSTRACT *Purpose* – An attempt to provide a systemic approach to the possibility of rationalizing local taxes. *Research methodology* – theoretical-practical study. *Findings* – The reform of local taxes should be based on to the theory of optimal taxation and consider the postulates of local finance management. It should also take into account specific features of levies that are important for the local authorities. The article identifies the most significant postulates of the theory of optimal taxation. These include analyzing the system of local taxes in the context of strategic development goals of local authorities, equivalence of benefit exchange between a local government and taxpayers, and minimization of costs of a fiscal process. It was also demonstrated that it is essential to properly legitimize the collection of property taxes. *Originality/value* – Indicating the directions of normative changes within the structure of the local tax system.

Teoretyczne aspekty reformowania podatków od nieruchomości – zarys modelu referencyjnego dla gmin w Polsce

SŁOWA KLUCZOWE finanse samorządu terytorialnego, podatki lokalne, podatki od nieruchomości, legitymizacja podatków majątkowych

ABSTRAKT *Cel artykułu* – Próba systemowego spojrzenia na możliwość racjonalizacji systemu podatków lokalnych. *Metodologia* – Badania teoretyczno-praktyczne. *Wynik* – Reforma podatków lokalnych powinna uwzględniać postulaty odnoszące się do lokalnej gospodarki finansowej, nawiązywać do teorii optymalnego opodatkowania, ale także brać pod uwagę cechy specyficzne dla danin mających znaczenie dla jednostek lokalnych. Wśród dorobku teorii optymalnego opodatkowania na uwagę zasługują: postrzeganie lokalnego systemu podatkowego w kontekście strategicznych celów rozwojowych jednostek samorządu lokalnego, ekwiwalentność wymiany świadczeń pomiędzy samorządem lokalnym a podatnikiem, minimalizowanie kosztów procesu fiskalnego. Uznano także, że istotna jest właściwa legitymizacja poboru podatków od majątku nieruchomego. *Oryginalność/Wartość* – Wskazanie kierunków normatywnych zmian w strukturze lokalnego systemu podatkowego.

Introduction

The necessity for a local tax reform in Poland is obvious. The following facts are in favour of it. First, the decentralisation of management which came as a consequence of the process of delegation of certain public tasks to local self-government communities, begun in 1990, requires an appropriate base of local management own funds. If the system of financing of local governments is to function adequately, it is essential to determine suitable sources of revenue as well as to empower them to create their own local policy. Second, to a large extent it is a typical historical system, which has not been subject to a thorough reform yet. The structure of the current tax system was created primarily in the mid-1980s (agricultural tax on land) and at the beginning of 1990s (new forestry tax, a new version of law on taxes and local charges as regulations enacted at the moment the institution of local government was restored). Later, they were followed only by subsequent changes in the construction of taxes aimed at their adjustment to the current socio-economic situation.

The local tax system is a public finance sector segment which is too important to be subject to coincidental and fragmentary changes. It means a necessity for the construction of a reference model of tax revenue sources of communes in Poland. Its construction requires some reflection from the theoretical perspective as well as critical reflection in relation to the so-far solutions. It is the kind of reflection that this article is devoted to. The concept of normative proposals should undoubtedly account for the determinants of the local financial management and refer to the theory of optimal taxation (boiling down to the following reasoning: the tax combination allowing for the most effective generation of the planned budget revenue), but also to account for some specific features of public taxes significant for local governments.

Rational system of local taxes

The awareness of the structure of the state system (the state authority of the country and the self-government public-legal entities operating beside it) should indicate the significance of the concept of using institutional and legal solutions, which constitutes the basis of theoretical division into state and local public taxes. Three model approaches to the problem may be distinguished, i.e. the following solutions: (Felis, 2012a):

- a) determination of the tax collection points levied with separate state taxes or with local government taxes – the advantage of this idea is an explicit division of taxation objects between the state and the local government, thanks to which every object is taxed only in the sub-system of state or local taxes;
- b) the determination of the potential tax collection points connected with different objects without precise principles of division between the state and local government – the disadvantage is a high probability of double taxation of the same objects by the state and local authorities (in the form of separate taxes: state and local taxes imposed on the same object);
- c) the determination of potential points connected with different objects from which the active subject, i.e. the state or local government, collects the imposed tax – in the case of such taxes which are a common source of revenue of the state and local government,

the role of the active subject should be measured with regard to the organisation of imposition, collection, control and enforcement of taxes as well as the method of revenue division.

It seems that the first variant is an optimal solution for the local government and for the coherence of the state tax system. Thanks to self-contained taxes the local government would have a real impact on the generation of their own revenues as well as an opportunity to affect the development of their sources. They do determine the financial independence of local government and contribute to a better implementation of the function of public authority. The prerequisite to achieve such a solution is the necessity for self-financing guarantee for all local government entities.

If the local government financial system is to operate properly, it is indispensable that its essential part, i.e. local taxes, constructed deliberately and rationally, should meet the following goals: (Felis, 2012a):

1. The creation of a long term ability of the local finance sector to finance its services in favour of the local community. It should be remembered though that the science and practice have not managed to determine so far such a division of public revenues to make local revenues universal, absolutely exclusive and, importantly, a completely sufficient source of financing of local government tasks. Ignoring here the circumstances of this state of affairs, let us note that frequently the taxes delegated to local authorities are not fiscally effective, and the system of distribution of the tax sources of the state and local government has not been developed in favour of the latter. The pressure of financial needs is strong in the situation of the growing local government tasks and spending. However, irrespective of this, it is necessary to level the revenue and spending disproportions of every local entity, due to the necessity for the pursuit of the national socio-economic policy of a unitary state, Poland. It should be stated from a pragmatic perspective that in such a situation it will be necessary to implement the state compensation policy, which takes the form of vertical or horizontal redistribution.
2. The support for the local development in the long run and no limitation in the short run. There are always some doubts in the centre of interest about how active the state and local government should be in using public finance tools. Let us emphasize though that theoretically the legitimation of the activity of the public financial system may be indicated by the achievements of the theory of public goods and the imperfectness of the market mechanism.
3. The implementation of essential principles of taxation, i.e. the principle of universality and equality of taxation. The doctrine of taxation has been formulating an opinion that the principle of fairness should constitute the foundation of the taxation system. The idea of imposing the tax burden as a fair part of monetary levy borne in favour of the common weal should account for the universality and equality of taxation. It is well known that these principles, especially the equality of taxation, give rise to interpretation controversies. But it should be emphasized that the principle of fairness makes the taxation system understandable and acceptable (Gomułowicz, Małecki, 1998).

The outline of the reference model of local tax model

The reform of local taxes – if it is to be effective – should be pursued in a complex way. In my opinion the concept of reform of the local government tax system in Poland should account for the following elements (Felis, 2012a):

1. The application of selected solutions resulting from the theory of optimal taxation.
2. The necessity for appropriate legitimation of immovable property tax collection.
3. The determination of the scope of competence of communes in local taxes (see more Felis, 2011).
4. The imposition of the ad valorem tax as the only wealth tax on the possessed real property.
5. The reorganisation of the remaining wealth taxes.

The use of the achievements of the theory of optimal taxation

Within the reform of local tax systems it would be desirable to recognize certain principles derived from the theory of optimal taxation as macroeconomic foundations of a normative taxation model. Its achievements – accounting for the determinants and specific character of the local government – include especially:

1. The perception of a local tax system in the context of strategic development goals of the local government. Thus, it is necessary to enact and obey such tax regulations as to make these taxes allow for the effective source of financing of public needs as well as a stable development of the real sphere.
2. The equivalence of service exchange between the local government and a tax payer taken into consideration. Local communities, accounting for their needs, can most appropriately hierarchize them. Tax burdens borne by the community will not be regarded severe, as those bearing them do it voluntarily for a specific purpose.
3. Remembering about minimising costs of the fiscal process. The level of effectiveness of the tax system as well as its efficiency cannot be determined by the volume of tax revenue. It is not possible to analyse the reasons for the changes in fiscal system effectiveness without taking into account costs generated on different planes. Hence, the improvements in the area of cost minimisation are so important. In order to achieve this it would be desirable to quantify the costs of the fiscal process in the area of the local tax policy.

The necessity for legitimation of movable asset taxation

When considering the topic of wealth taxes, one cannot ignore the problem of legitimation of their collection as it is about the relation between the fair and economically effective tax systems, i.e. the appropriate relations between the state and a tax payer. These uneasy problems may be expressed in the following aspects:

1. Two rules indicated in the tax doctrine: equivalence of services and proportionality of tax burden according to the payment potential may also be applied to legitimise the real property tax collection.

2. Manufacturing and provision of public goods at the local level requires appropriate sources of financing. The tax on housing immovable property is a tax having many desirable features which should characterise local taxes.
3. The volume of property tax should result from the level of costs related to the rendering of local public services.
4. The solution which accounts for the value determination of property tax base is compliant with the idea of taxation fairness as it allows for the diversification of the tax burden with regard to the immovable property possessed by the tax payer.

The scope of commune competences in local taxes

On this plane it is necessary to decide about how wide the scope of legislative commune rights is possible and what socio-economic effects it could bring (see e.g. Kitchen, 2005). The idea of the right to introduce solutions disparate from the statutory ones does seem perfect as radical legislative liberalism could appear harmful, resulting in undesirable phenomena, even distorting the local government activity.

However, if wealth taxes could really be assigned some non-fiscal functions, the local government bodies of public authority should have the right to determine, following their priorities, the volume and form of taxes delegated to local governments in the institutional sense (different tax rates, preferences applied within the jurisdiction of the local government bodies). In an attempt to set desirable directions of changes in the local government finance system in Poland in the legal aspect, we may consider the possibility of selecting one variant from among several indicated by the legislator by local entities.

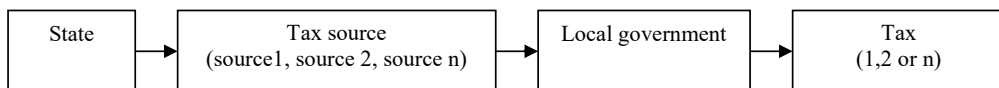


Figure 1. The scope of local government legal independence

Source: author's own materials.

Figure 1 illustrates an acceptable solution to the problem of legal independence of the local government. In this situation the legislative activity of communes would consist in the selection of a tax solution within the tax sources indicated by the national legislator. For example, in the case of real property, communes could decide on their own about imposing taxes indicated in the act of law on the developed property possessed (residential property, non-residential property, business related property, business unrelated property) as well as on undeveloped property (agricultural land, forests and other property).

The suggested solution would, to a certain extent, allow for the adjustment of the system of funding communes to the specific character of the local tax base. However, let us emphasize that in the case of such a solution, it is not enough to think that the local government is guided by clear and rational premises (bearing in mind the principles of fairness and equality of taxation). Apparently, following these principles requires strict regulations and control system. Let us also

emphasize that a considerable scope of legal independence may give rise to an increased sense of responsibility for the economic situation of local government community. Thus, it is in favour of financial independence.

Ad valorem tax – a tax on all kinds of real property

The uniformity of real property taxation and adoption of the construction of a new and the only real property tax should be an essential element of real property taxation. Like in the majority of the EU countries the volume of the tax should be based on the value of property. It does not mean, however, that the imitation of tax solutions applied in other countries, and consequently their uniformity is desirable; especially that detailed solutions in this area are diversified (Felis, 2013). There is no doubt that from the perspective of wealth tax systems reform this aspect arouses most controversies. Most researchers claim that the concept of the property value based tax is desirable due to fairness and economic effectiveness of taxation (Etel, 2016; Wójtowicz, 2007). Thus, assuming that fair taxation could result from the tax potential of a tax payer, the fact that people possessing property of a higher value should pay higher taxes should not raise any objection. The solution accounting for the value determination of the tax base allows for the diversification of the volume of tax burdens on the basis of the wealth possessed by the tax payer. Thus, the idea expressed by J. Hozer and S. Kokot is right. They claim that “the essential doctrine of fairness of the cadastral tax is that everybody may become the owner of a property the maintenance of which they can afford” (Hozer, Kokot, 2005, p.136).

The discussion about the issues connected with the future change in the system of property taxation should indicate the following areas (Felis, 2014):

1. The construction and introduction of a complete and coherent cadastral system. The credible property register will allow for the complete identification of the tax base. However, the imposition of cadastral tax cannot be actually confined only to the fiscal aspect. It is possible though to use it multi-functionally in order to support the sustainable economic development of the country (for example to enhance the rights to land, to regulate the property market, to sustainably manage the environment resources and to create and implement land development plans).
2. The procedure of real property universal taxation as a method of universal evaluation of all real property in order to determine its cadastral value. The universal evaluation of cadastral value is a process which determines the cadastral value of many real properties simultaneously. Three parts of this procedure are required (Kowalski, 1994): property classification (division into uniform groups with regard to their usability), estimation (determination of tax value field for each kind of real property), tax zoning (the division of land subject to taxation into areas of similar value). In this process certain mathematical models may be used, for example linear and non-linear regression models, spatial regression models or neural networks (Głuszak, Marona, 2015).
3. Cadastral system management and administration. The creation of the cadastral system is necessary but not sufficient. In the future the cadastral value will be subject to change due to different factors. Hence, the necessity for systematic updating. The negligence in this area (the lack of evaluation or occasional evaluation of real property, rare and

ineffective control of the state of real property) will decisively reduce the fairness and effectiveness perspective of the ad valorem tax.¹

4. The role of the local government in developing the constructional elements of the ad valorem tax (see: The scope of competence of communes in local taxes).

The reorganisation of the system of remaining wealth taxes

A necessary synchronisation of transformations in the system of remaining wealth taxes is a separate problem. The most important issues include:

- a) the unification of the scope of legislative rights of commune councils with regard to all taxes delegated as a whole to communes (primarily inheritance tax, donation tax and tax on civil law transactions);
- b) the unification of the principles of donation taxes through the inclusion of all donations in the tax on inheritance and donations or in the income tax (currently there is a subject diversification of funds obtained from donations);
- c) the removal of unnecessary wealth taxes and charges from the system after the imposition of the ad valorem tax (agricultural tax, forestry tax, betterment levy or planning levy);
- d) the adoption of an ultimate model of farm taxation (lifting separate taxation of farmers and taxing them based on general principles, i.e. income tax, VAT as well as wealth tax on the real property value or further application of specific principles, different from those in the remaining EU countries);
- e) the reorganisation of the current system of tax preferences and reducing them to those which may really be treated as instruments of commune fiscal policy to stimulate the development of local entrepreneurship (a positive example is found in the solutions applied by some EU countries within taxes on inheritance and donations treated as an important element of support for the intergenerational business succession); such activities will certainly simplify all the taxes and, consequently, reduce costs of tax adjustment;
- f) the consideration of imposition of ecological taxes, which would primarily perform an allocation function.

Final observations

The reform of local taxes in Poland should objectively be considered to be complex and difficult to implement. It is the quality transformations of the local tax system that are indispensable, and not subsequent “cosmetic treatment” of the construction of selected taxes. It seems that it could significantly enhance the system of local taxes through their increased role in the structure of commune budgets and the use of their non-fiscal function to support and stimulate the local growth. The concept of rational local tax system formulated for years by theoreticians and practitioners is a chance to raise the significance of the local tax policy.

¹ This problem has appeared in some EU countries, among others in Germany and France. For example, in Germany the tax value of economic goods does not reflect properly the real value of a real estate. See more: Spengel, Heckemeyer, Zinn, 2011.

The review of issues related to the process of implementation of the tax on the value of real property proves that the success of its implementation will entirely depend on the basic elements indicated in the article, i.e. an efficient system of universal taxation of real property and well balanced tax volume but also on the socio-economic conditions. The changes should be adequately spread over time (the necessity for advance change announcements) and legitimised in such a way as to be accepted by the tax payers.

References

- Etel, L. (2016). Opodatkowanie nieruchomości – kierunki pożądanych zmian. In: H. Dzwonkowski, J. Kulicki (eds.), *Dylematy reformy systemu podatkowego w Polsce*. Warszawa: Wydawnictwo Sejmowe.
- Felis, P. (2011). The Financial Independence of Local Self-Government Units in the Acquisition of Sources to Finance Their Activity – The challenges for Self-Government Theory and Practice. *Journal of Management and Financial Sciences*, 6 (IV).
- Felis, P. (2012a). *Elementy teorii i praktyki podatków majątkowych. Poszukiwanie ład w opodatkowaniu nieruchomości w Polsce z perspektywy przedsiębiorców oraz jednostek samorządu terytorialnego*. Warszawa: SGH.
- Felis, P. (2012b). Teoretyczne i praktyczne aspekty reformowania systemu podatków lokalnych w Polsce. In: R. Bartkowiak, J. Ostaszewski (eds.), *Dorobek ekonomii, finansów i nauk o zarządzaniu oraz jego praktyczne wykorzystanie na przełomie XX i XXI wieku*. Warszawa: SGH.
- Felis, P. (2013). Podatki od nieruchomości w wybranych krajach UE. *Studia i Prace KZiF. Zeszyty Naukowe SGH*, 126.
- Felis, P. (2014). Theoretical and Practical Aspects of the Real Estate Taxation System Reform in Poland – An Outline of the Concepts of the Target Solution. *Journal of Management and Financial Sciences*, 15 (VII).
- Felis, P. (2015). *Podatki od nieruchomości a polityka podatkowa gmin w Polsce*. Warszawa: SGH.
- Gomułowicz, A., Małecki, J. (1998). *Podatki i prawo podatkowe*. Wyd. III – zaktualizowane i rozszerzone, Poznań: Wyd. Ars boni et aequi.
- Głuszak, M., Marona, B. (2015). *Podatek katastralny. Ekonomiczne uwarunkowania reformy opodatkowania nieruchomości*. Warszawa: Poltext.
- Grądalski, F. (2005). Teoretyczne i praktyczne aspekty rachunku kosztów fiskalizmu – przykład Polski. In: W. Pachol (ed.), *Szkice ze współczesnej teorii ekonomii*. Warszawa: SGH.
- Grądalski, F. (2006). *System podatkowy w świetle teorii optymalnego opodatkowania*. Warszawa: SGH.
- Hozier, J., Kokot, S. (2005). Problemy powszechnej taksacji nieruchomości w Polsce. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 415, *Prace Katedry Ekonometrii i Statystyki*, 16.
- Kitchen, H., (2005). Property Taxation: Issues in Implementation. *Working Paper*, 3. Kingston: Queen's University.
- Kowalski, G. (1994). Rola i miejsce stref taksacyjnych w modelu powszechnej taksacji nieruchomości na obszarach zurbanizowanych. In: S. Przewłocki (ed.), *Model ustalania i weryfikacji zasięgu stref taksacyjnych dla potrzeb powszechnej taksacji nieruchomości*. Łódź: Wydawnictwo Politechniki Łódzkiej.
- Spengel, Ch., Heckemeyer, J.H., Zinn, B. (2011). Reform der Grundsteuer: Ein Blick nach Europa. *Der Betrieb*, 1.
- Wójtowicz, K. (2007). *System opodatkowania nieruchomości w Polsce*. Lublin: Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej.

Cytowanie

- Felis, P. (2017). Real property tax reform. Theoretical aspects. The outline of reference model for communes in Poland. *Współczesne Finanse. Teoria i Praktyka*, 1 (2), 5–12. DOI: 10.18276/wf.2017.1-01.

Grundsätze und Auswirkungen der Sparpolitik in Deutschland

LILIANA JODKOWSKA

prof. dr, HTW Berlin,
e-mail: jodkows@htw-berlin.de

Zasady i skutki polityki ostrego oszczędzania w Niemczech

SŁOWA KLUCZOWE polityka ostrego oszczędzania, zadłużenie

STRESZCZENIE Polityka oszczędnościowa jest w Niemczech nadal bardzo popularna, chociaż analizy i porównania wykazują, że może mieć trwały, negatywny wpływ na wzrost gospodarczy i poziom inwestycji. *Cel* – wyjaśnienie pojęcia ostrego oszczędzania, analiza wpływu wdrożenia polityki oszczędnościowej w Niemczech na tle innych krajów, analiza obecnego stanu wdrożenia polityki oszczędnościowej w Niemczech. *Metodologia* – Podstawą badania jest analiza porównawcza wybranych badań i analiz wpływu polityki ostrego oszczędzania na wzrost gospodarczy oraz obliczeniach własnych korelacji zachodzącej pomiędzy wzrostem gospodarczym a zadłużeniem. *Wynik* – Wyniki analiz są ambiwalentne. Istnieje wielu zwolenników i przeciwników polityki ostrego oszczędzania. Dotychczasowe analizy, poparte interpretacją danych makroekonomicznych i finansowych, potwierdzają zarówno pozytywne, jak i negatywne skutki polityki ostrego oszczędzania. *Oryginalność/wartość* – Wartość tekstu polega na zestawieniu wybranych analiz oraz analizie rezultatów polityki ostrego oszczędzania w Niemczech.

Principles and effects of austerity policy in Germany

KEYWORDS acute saving policy, debt

ABSTRACT *Research background* – Savings policy in Germany continues to be very popular, although several studies and comparisons have shown that it can have lasting negative effects on economic growth and on the investment level. *Purpose* – Explanation of the concept of austerity, analysis of the impact of the implementation of austerity policy in Germany as well as in some other countries, study of the current state of the implementation of the savings policy in Germany. *Research methodology* – The study is based on comparative analysis of selected studies and impact analyzes of the policy of saving on growth and on the calculation of own correlation between economic growth and debt. *Findings* – The results of the analysis are ambiguous. There are many supporters and opponents of the acute savings policy. Recent analyzes supported by the interpretation of macroeconomic and financial data confirm both, positive and negative effects of the policy of acute savings. *Originality/value* – The value of the text is based on the compilation of selected analyzes and analysis of the results of the austerity policy in Germany.

Einführung

Die Sparpolitik in Deutschland erfreut sich weiterhin großer Popularität, obwohl mittlerweile nachgewiesen wurde, dass sie dauerhaft negative Effekte auf das Wirtschaftswachstum und auf das Investitionsniveau haben kann.

Das Ziel der vorliegenden Ausarbeitung ist es aufzuzeigen, dass die Sparpolitik, neuerdings auch als Austeritätspolitik bezeichnet, in Deutschland verglichen mit anderen Ländern keine gravierenden negativen Auswirkungen auf das mögliche Wachstum und die wirtschaftliche Leistung hat. Hierzu wurden ausgewählte makroökonomische Studien sowie Daten verglichen und analysiert. Es wurden folgende Hypothesen (H) formuliert:

H1 Konsequenter umgesetzte Sparpolitik (Austeritätspolitik) führt in Deutschland zur Haushaltskonsolidierung und zum Abbau der Schulden.

H2 Sparpolitik entlastet zwar den Haushalt, aber sie führt dauerhaft zur Verringerung öffentlicher Ausgaben und Investitionen und hat zusätzlich einen negativen Einfluss auf das Wirtschaftswachstum.

Der Text besteht aus drei Teilen: Im 1. Teil werden die gesetzlichen Grundlagen deutscher Sparpolitik vorgestellt, im Teil 2. wird näher auf den Begriff Austerität eingegangen und es werden einige ausgewählte Studien über die Auswirkungen der Umsetzung der Austeritätspolitik in Deutschland sowie in einigen EU-Ländern erläutert. Im 3. Teil wird der aktuelle Stand der Umsetzung der Sparpolitik in Deutschland beschrieben und untersucht, in welchen Bereichen ggf. negative Effekte auf Grund Sparmaßnahmen sichtbar sind.

1. Sparpolitik als Teil der Finanzpolitik des Bundes und der Länder

In der deutschen Geschichte hat die Sparpolitik bzw. das Streben nach Begrenzung von Staatsschulden eine lange Tradition. Beginnend mit dem *Preußischen Staatsschuldengesetz* aus dem Jahr 1820, haben solche Regelungen auch die späteren Verfassungen (*Reichsverfassung* von 1871 und die Verfassung der Weimarer Republik von 1919) inkl. das Bundesdeutsche Grundgesetz von 1949 enthalten (Richter, 1869; Wünsche 2015, S. 297 ff.). Das Grundgesetz enthält ebenfalls Regelungen zu Beschränkungen der Möglichkeiten Staatsausgaben über Schulden zu finanzieren. Sollten ggf. neue Schulden aufgenommen werden, ist der Zweck zu prüfen bzw. der außerordentliche Bedarf festzustellen.

Im Zuge späterer Anpassungen des Grundgesetzes, auch in Verbindung mit EU-Vorgaben, sind aktuell vor allem zwei Artikel für die Ausgestaltung der Finanzpolitik maßgeblich:

Art 109 (2) Bund und Länder erfüllen gemeinsam die Verpflichtungen der Bundesrepublik Deutschland aus Rechtsakten der Europäischen Gemeinschaft auf Grund des Artikels 104 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft zur Einhaltung der Haushaltsdisziplin und tragen in diesem Rahmen den Erfordernissen des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts Rechnung.

(3) Die Haushalte von Bund und Ländern sind grundsätzlich ohne Einnahmen aus Krediten auszugleichen. Bund und Länder können Regelungen zur im Auf- und Abschwung symmetrischen Berücksichtigung der Auswirkungen einer von der Normallage abweichenden konjunkturellen Entwicklung sowie eine Ausnahmeregelung für Naturkatastrophen oder außergewöhnliche Notsituationen, die sich der Kontrolle des Staates entziehen und die staatliche Finanzlage beeinträchtigen, vorsehen.

und Artikel 115

„(2) Einnahmen und Ausgaben sind grundsätzlich ohne Einnahmen aus Krediten auszugleichen. Diesem Grundsatz ist entsprochen, wenn die Einnahmen *aus* Krediten 0,35 vom Hundert im Verhältnis zum nominalen Bruttoinlandsprodukt nicht überschreiten.“ (Grundgesetz der BRD, 2009).

Aus den o.g. sowie den weiteren Regelungen des GG in den Art 104a bis 115 leiten sich direkt oder indirekt die Vorgaben und die wichtigsten Ziele der Finanzpolitik ab, die im Weiteren mit der Sparpolitik gleichgesetzt wird:

1. Haushaltsdisziplin und Gleichgewicht innerhalb der Staatsfinanzen sowie die
2. Vermeidung der Aufnahme von Krediten (inkl. sog. Schuldenbremse, die seit 2016 gilt).

Ausgehend von den o.g. Vorgaben ist die Nettokreditaufnahme (dargestellt in der Abb. 1 seit 2014) gesetzteskonform und soll weiterhin fortgesetzt werden. Im Jahr 2016 betrugen die Ausgaben des Bundes laut Finanzplan ca. 312 Mrd. Euro, die Einnahmen ebenfalls ca. 312 Mrd. Euro – somit wird es lt. derzeitiger Planung analog zum Jahr 2016 in den folgenden Jahren keine Neuverschuldung im Bundeshaushalt geben (Finanzplan des Bundes 2015 bis 2019, 2015, S. 8).

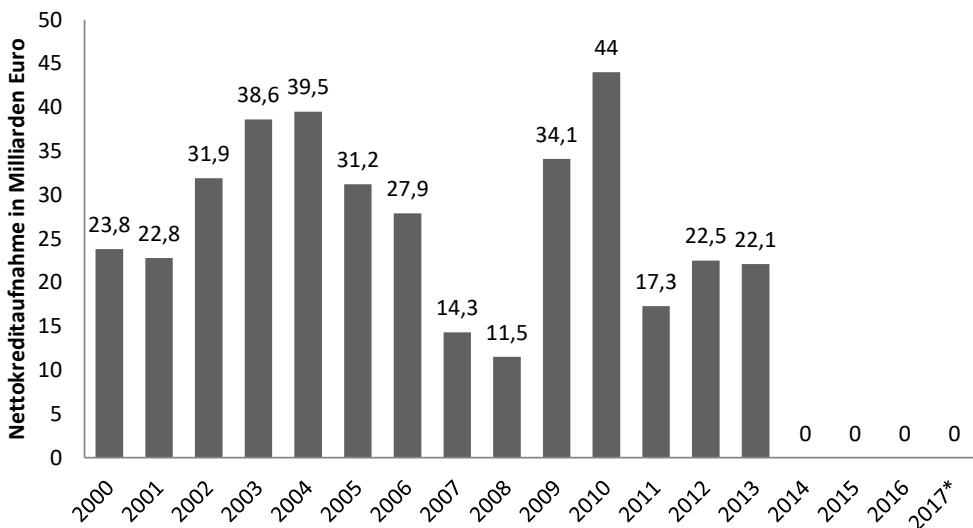


Abbildung 1. Nettokreditaufnahme des Bundes in Mrd. Euro

Quelle: Bundesministerium für Finanzen, [http://www.bundesfinanzministerium.de/\(1.04.2017\)](http://www.bundesfinanzministerium.de/(1.04.2017)).

Bezogen auf die EU-Konvergenzkriterien, die u.a. vorsehen, dass das jährliche Haushaltsdefizit 3% des BIP nicht überschreiten darf, ist festzustellen, dass Deutschland dieses Kriterium nach dem Jahr 2000 längere Zeit nicht erfüllt hat. Die Überschreitung ist zuletzt auf die Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008–2009 zurückzuführen. Das Haushaltsdefizit ist erst nach mehreren Jahren (1993, 1995–1996, 2001–2005, 2009–2010) unter die geforderte 3%-Grenze gesunken (siehe Abb. 2). Dieser Umstand ist nicht nur auf die Sparmaßnahmen zurückzuführen, sondern auf das niedrige Zinsniveau in der Eurozone, so gelang die Haushaltskonsolidierung schneller.

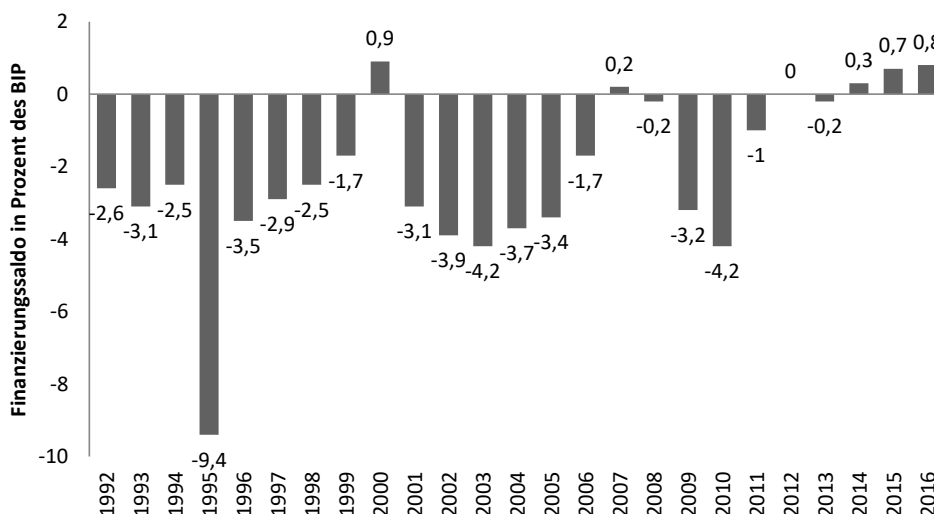


Abbildung 2. Haushaltsdefizit in Deutschland 1992–2016 in % des BIP

Quelle: Bundesministerium für Finanzen, <http://www.bundesfinanzministerium.de/> (1.04.2017).

2. Von der Sparpolitik zur Austeritätspolitik

Austerität bezeichnet generelle Kürzungen in den Staatsausgaben und ist als Begriff relativ neu; es beschreibt bzw. wird synonym für Sparpolitik verwendet. Ursprünglich leitet es sich vom altgriechischen „austēros“ ab und wird als streng oder enthaltsam übersetzt. In der deutschen bzw. auch in der europäischen Geschichte hat Austerität ethische Grundlagen und eine lange Tradition (siehe Tab. 1).

Tabelle 1. Grundlagen der Austerität in europäischer und deutscher Tradition

Ethische Grundlagen	Ökonomische Grundlagen
Enthaltsamkeit und Moral als Tugend	Wird als wirtschaftlich effiziente Nutzung angesehen
Begrenzung des Konsums (begründet und vermittelt in der europäischen Aufklärung)	Durch die Änderungen des Konsumverhaltens entstanden kollektive Konsumformen, z.B. für neueste Produkte (Handys oder andere Geräte)
Altgriechische Tradition, die auf Aristoteles zurückgeht und später als Gedankengut aufgegriffen und weiterentwickelt wurde durch Thomas von Aquin, Voltaire, J.J. Rousseau	
Besonders wichtig für die Herausbildung der Einstellung zur Sparsamkeit als Tugend war das asketische Element der „aufgeschobenen Befriedigung“ (deferred gratification) in Deutschland geprägt durch Max Weber im Werk <i>Die protestantische Ethik und der Geist des Kapitalismus</i>	Zuwachs an Hedonismus und Individualismus

Quelle: Eigene Darstellung auf der Grundlage Dahrendorf (2009); Schui (2014); Stiglitz (2016).

Da nach dem 2. Weltkrieg kontinuierlich nicht nur die globale Wirtschaft sondern auch die globalen Schulden wuchsen, ist eine kritische Einstellung den Schulden gegenüber nachvollziehbar und auf europäischer Ebene herrscht überwiegend Konsens darüber, dass Schulden abgebaut werden müssen. 2016 erreichte die globale Verschuldung 225% des weltweiten BIP, darin sind sowohl öffentliche Haushalte als auch die Verbindlichkeiten des privaten Sektors enthalten, die ca. 2/3 der Verschuldung ausmachen (unberücksichtigt wurde dabei der Finanzsektor).

In der Staatstätigkeit wird und kann die Sparpolitik in erster Linie durch die Begrenzung der Ausgaben und der Kreditaufnahme (Nettoneuverschuldung) realisiert werden, mit dem Ziel Staatsverschuldung zu reduzieren. Dabei wird davon ausgegangen, dass sie nicht nur positive Auswirkungen auf die Wirtschaftsprozesse hat, die negativen Folgen werden jedoch in solchen Fällen in Kauf genommen (siehe Tabelle 2).

Tabelle 2. Mögliche positive und negative Auswirkungen staatlicher Sparpolitik

Annahme der positiven Effekte	Kritik bzw. mögliche negative Folgen
Soll vor finanziellen Zusammenbrüchen retten	Soziale Folgen werden vernachlässigt (der private Konsum nimmt ab; das wird dabei in Kauf genommen)
Wird als Notlösung in Krisen angewandt	Die Wirtschaftsleistung der Länder stagniert und erholt sich langsamer als in den Ländern, die öffentliche Ausgaben nicht sofort senken
Wird als notwendige, unangenehme Maßnahme wahrgenommen	Unter Umständen verlängert sich die Krise und bremst die Rückkehr zum Wachstum
Soll monetäre Stabilität wiederherstellen oder gewährleisten	Führt zu Kürzung der Staatsausgaben für Investitionen in Infrastruktur und Sozialleistungen

Quelle: Eigene Darstellung auf der Grundlage Schui (2014); Stiglitz (2016); Blankart (2008).

Seit der sog. Griechenlandkrise bzw. -rettung wird eine sehr strenge Spar- bzw. Austeritätspolitik (AP) zunehmend als Wachstumsbremse kritisiert. Mittlerweile hat sogar der IWF seine Empfehlung zur Sparpolitik revidiert; in Deutschland bzw. in der Eurozone wird sie jedoch weiterhin gemäß gemeinschaftlicher Vorgaben umgesetzt (COUNCIL DECISION of 22 June 2012 abrogating Decision 2010/285/EU; COUNCIL DECISION (EU) 2015/1410 of 19 August 2015). Im Laufe der letzten Jahre haben sich internationale Organisationen, darunter der IMF und IWF, sowie Wirtschaftswissenschaftler mit der Beleuchtung und Untersuchung der Auswirkungen der Umsetzung von AP in verschiedenen Ländern beschäftigt und sprachen einige Empfehlungen aus (siehe Tabelle 3).

Tabelle 3. Ergebnisse ausgewählter Studien

Autor oder Institution	Hauptempfehlungen bzw. Hauptergebnisse	Betrachteter Zeitraum
Roubini, Mihm (2010)	– Lockere Politik der EZB unterstützte das Wirtschaftswachstum und verhinderte eine erneute Rezession – AP verschlimmert ohne zusätzliche Maßnahmen die Krise – Höhere Haushaltsdefizite für EU-Länder sollten für kurze Zeiträume möglich sein, um strukturelle Reformen durchzuführen	2007–2009 und Roubini 2013

Autor oder Institution	Hauptempfehlungen bzw. Hauptergebnisse	Betrachteter Zeitraum
Krugmann (2013)	– Vergleichsstudie über 33 Länder, Ergebnis: positive Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) dank Erhöhung staatlicher Ausgaben (eindeutige Empfehlung für die keynesianische Politik in der Rezessionsphase) – Durch Senkung der Staatsausgaben und Schulden soll Wettbewerb angekurbelt werden.	2010–2013
Stiglitz (2016)	– Hauptziel der AP ist die monetäre Stabilität, sie führt zur Kürzung der Staatsausgaben (Investitionen in Infrastruktur und Sozialleistungen) – Wirtschaftswachstum wäre ohne AP höher – Die Grundlagen für die Währungsunion (der EU) beruhen auf falschen Annahmen, „begrenzte fiskalische Defizite und öffentliche Schuldenstände seien die entscheidenden Voraussetzungen für eine funktionierende Währung“ – Einheitliche Regelungen innerhalb der EU bezogen auf Steuersätze wären sinnvoll; Industriepolitik müsste den neueren EU-Mitgliedsländern ermöglichen und erlauben den Rückstand aufzuholen	2008–2015
Heimberger (2016)	– Länder der Euro-Zone, die stärkere Haushaltskonsolidierungen durchgeführt haben, hatten einen stärkeren Rückgang des realen BIP (ein Anstieg von 1 Prozentpunkt in der Haushaltskonsolidierung 2011-13 war mit einem kumulativen Rückgang des realen BIP im gleichen Zeitraum von etwa 1,8% verbunden)	2011–2013
Holland, Portes (2012)	– In den Zeiten ohne Krisen neigen die europäischen Länder zu Haushaltskonsolidierung und erreichen so einen Rückgang der Verschuldung – Bei niedrigem Wirtschaftswachstum (betrachtet wurde insbesondere Großbritannien und die Eurozone) erhöht sich der Wert der fiskalischen Multiplikatoren, sodass Konsolidierung des Haushalts größere Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum haben – Zusätzlich treten noch Spillover-Effekte auf, weil die anderen Volkswirtschaften ähnliche Sparmaßnahmen ergreifen	2011–2013
<i>The Good, the Bad, and the Ugly: 100 Years of Dealing with Public Debt Overhangs</i> (IFM, 2012)	– Sparpolitik als Instrument sowie die Finanzkonsolidierungsbemühungen müssten um geeignete Maßnahmen ergänzt werden, damit sie wirksam den Schuldenabbau unterstützen (inkl. strukturelle und monetäre Bedingungen)	Historische Daten über mehrere Jahre und Länder mit einem Staatsdefizit über 100% BIP
Obstfeld, Thomsen (IMF, 2016)	– 2016 wird AP nicht mehr explizit von Griechenland gefordert. Die Maßnahmen innerhalb des ESM-Programms wären für den IWF ausreichend gewesen – Griechenland hält sich trotzdem eher an die Vorgaben der europäischen Institutionen, um Ausgaben zu senken	2016
Busch, Hermann et al. (2012)	– Analyse der Auswirkungen der Austeritätspolitik in Griechenland, Italien, Portugal und Spanien – Austeritätspolitik hat lt. der Autoren definitiv einen negativen Einfluss auf das Lohnniveau und die Sozialleistungen	2009–2012
OECD-Prognose (2016)	– Die öffentliche Verschuldung ist krisenbedingt nach 2008 angestiegen, anschließende Fiskalpolitik hat die Staatsschuldenquote begrenzt – OECD-Länder, darunter große Volkswirtschaften, könnten gemeinsame fiskalische Maßnahmen umsetzen und würden so ihre Produktionszuwächse um 0,2 Prozentpunkte steigern können – Empfehlung einer expansiven Fiskalpolitik für die meisten OECD-Länder. Besonders für Deutschland: mehr Kredite sollten aufgenommen werden, um öffentliche Investitionen zu erhöhen	1998 mit Ausblick bis 2018

Quelle: Eigene Darstellung auf der Grundlage: Stiglitz (2016); Holland, Portes (2012); Roubini, Mihm (2010); Krugmann (2013); Heimberger (2016); Busch, Hermann et al. (2012); OECD-Wirtschaftsausblick (2016); IMF (2012, 2016).

3. Umsetzung der Sparpolitik in Deutschland

Unbeirrt der Empfehlungen und internationaler Aufforderungen an Deutschland von der Sparpolitik abzusehen, wird sie in Deutschland weiterhin fortgesetzt. Das Bundesministerium für Finanzen lehnt die Erhöhung der Staatsausgaben ab: „Gesteigerte Staatsausgaben in Deutschland können Strukturprobleme in anderen Volkswirtschaften nicht lösen. Übermäßige Lohnsteigerungen wären kontraproduktiv für Importe und Wohlstand in Deutschland und weltweit.“

Die positive Entwicklung deutscher Wirtschaftsleistung innerhalb der Eurozone ist verschiedenen Umständen zu verdanken. Als Hauptursache wird der häufig für seine Überschüsse kritisierte Export angesehen, aber auch die Lohn- und Produktivitätsentwicklung trugen dazu bei. Hierbei hatte Deutschland zum einen nach 2007 einen öffentlichen Schuldenstand von höchstens 81% BIP (Tab. 4), zum anderen wurden früh Maßnahmen aus den Konjunkturpaketen umgesetzt, die in 7 meist zukunftsgerichtete Aktionsfelder unterteilt wurden: Informationsgesellschaft, Innovation, Forschung und Entwicklung, Basis-Infrastruktur, IKT-Infrastruktur, Bildung, Gesundheit, Energieeffizienz und Klimaschutz¹.

Tabelle 4. Öffentlicher Schuldenstand in % des BIP seit 2007 mit Prognose bis 2020

Land	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Deutschland	63,5	64,9	72,4	81,0	78,3	79,5	77,1	74,5	71,0	68,2	65,9	63,6	61,1	58,9
Griechenland	103,1	109,4	126,7	146,2	172,1	159,6	177,7	180,1	176,9	183,4	184,7	184,7	178,5	173,1
Portugal	68,4	71,7	83,6	96,2	111,4	126,2	129,0	130,2	129,0	128,4	128,2	127,7	127,0	126,5
Eurozone	64,9	68,5	78,3	84,1	86,7	91,3	93,3	94,3	92,5	91,7	91,0	89,8	88,1	86,2
USA	64,0	72,8	86,0	94,7	99,0	102,5	104,6	104,6	105,2	108,2	108,4	107,9	107,8	107,9

Quelle: *World Economic and Financial Surveys* (2016), S. 69.

Alle umgesetzten Konjunkturpakete bzw.-programme zielten darauf ab, die Auswirkungen der Krise zu mildern und entsprachen in ihrem Wesen der keynesianischen Wirtschaftspolitik, die jedoch in Deutschland mit den Grundlagen der sozialen Marktwirtschaft und dem Ordoliberalismus konkurriert. Daraus ergeben sich weitere wesentliche Unterschiede in der dt. Einstellung zur Sparpolitik und zur Rolle des Staates: „Die wirtschaftliche Tätigkeit des Staates sollte auf die Gestaltung der Ordnungsformen der Wirtschaft gerichtet sein, nicht auf die Lenkung des Wirtschaftsprozesses“ (Eucken, 2005). Damit wird auf die Rahmenbedingungen für funktionierende Märkte Wert gelegt; der Staat soll regulieren, nicht stimulieren (Blyth, S. 90). Dies deckt

1 Konjunkturpakete wurden zu dieser Zeit ebenfalls weltweit umgesetzt, um weiteren negativen Entwicklungen der Finanzmärkte und in der Realwirtschaft entgegenzuwirken. Dafür wurden weltweit ca. 2 Billionen Euro für Wirtschaftsprogramme zur Unterstützung der Volkswirtschaften, zum Schutz und zur Unterstützung von unternehmerischen Aktivitäten sowie für die Erhaltung der Arbeitsplätze zur Verfügung gestellt. Die USA haben weitreichende Programme mit einem Volumen von 733,0 Mrd. € (5,6% des BIP im Jahr 2008) für die Stabilisierung und Belebung der Wirtschaftsleistung aufgestellt. China hat Unterstützung in einem Umfang von 429,5 Mrd. €, Russland 89 Mrd. €, Deutschland 82 Mrd. € (3% des BIP im Jahr 2008), Spanien 49,1 Mrd. €, Großbritannien 28,9 Mrd. € (1,4% des BIP) und Frankreich 28,6 Mrd. € (0,6% des BIP) gewährt. Die „Anti-Krisen-Pakete“ wurden größtenteils zur Verbesserung der bestehenden, oft vernachlässigten Infrastruktur, eingesetzt und belebten nur kurzfristig die Konjunktur; Investitionen in die Zukunft, Förderung umweltfreundlicher Technologien und deren Entwicklung haben wiederum langfristige Auswirkungen.

sich mit der unterschiedlichen Auslegung des Nutzens und der Einhaltung der Regeln der Sparpolitik – Stiglitz und Krugmann (vgl. Tab. 3) als Befürworter der keynesianischen Wirtschaftspolitik sehen in den Konjunkturpaketen eine stimulierende Wirkung und vernachlässigen die Kosten. Kurzfristig hat auch Deutschland Mittel aus Konjunkturpaketen zur Verfügung gestellt und bei Betrachtung ihrer Auswirkungen – Wirtschaftswachstum hat wieder eingesetzt – waren sie wirksam (zum Teil gestützt durch die Exportleistung bzw. durch das Wirken der jeweiligen Konjunkturpakete in den Importländern).

Ab 2010 wirkte zudem noch die Entlastung durch das niedrige Zinsniveau in der Eurozone, so gelang in Deutschland der Schuldenabbau und die Haushaltskonsolidierung schneller (Abbildung 3). Innerhalb der EU ist die Einhaltung der Regeln der AP auf Grund unterschiedlicher Mechanismen, die die Auswirkungen der Krise in den einzelnen Ländern vertieft haben, schwierig (Griechenland – Senkung der Ausgaben, hohe Zinsbelastung, Italien – nach 2012 Senkung der Ausgaben und Erhöhung der Steuern, Irland und Spanien – Immobilienblasen). Auf politischer Ebene hören die EU-Länder nicht auf, sich um Nichtigkeiten zu streiten, statt mehr einheitliche (Steuer-)Regeln einzuführen (Piketty, 2015). Schon 2016 und weiterhin 2017 geht der Trend in der EU, sich nicht auf Gemeinsamkeiten zu berufen, sondern auf Unterschiede und sollte es tatsächlich zum BREXIT kommen, wird es auch negative Auswirkungen auf verbleibende EU-Länder haben. Nichtsdestotrotz ist die Verpflichtung eines jeden EU-Landes unter den festgelegten Defizit- und Schuldengrenzen zu bleiben, unumgänglich und ergibt sich aus dem Anhang zum Vertrag von Maastricht und wird bei Überschreitung geahndet, indem ein Verfahren bei einem übermäßigen Defizit eingeleitet wird (Excessive Deficit Procedure – EDP).

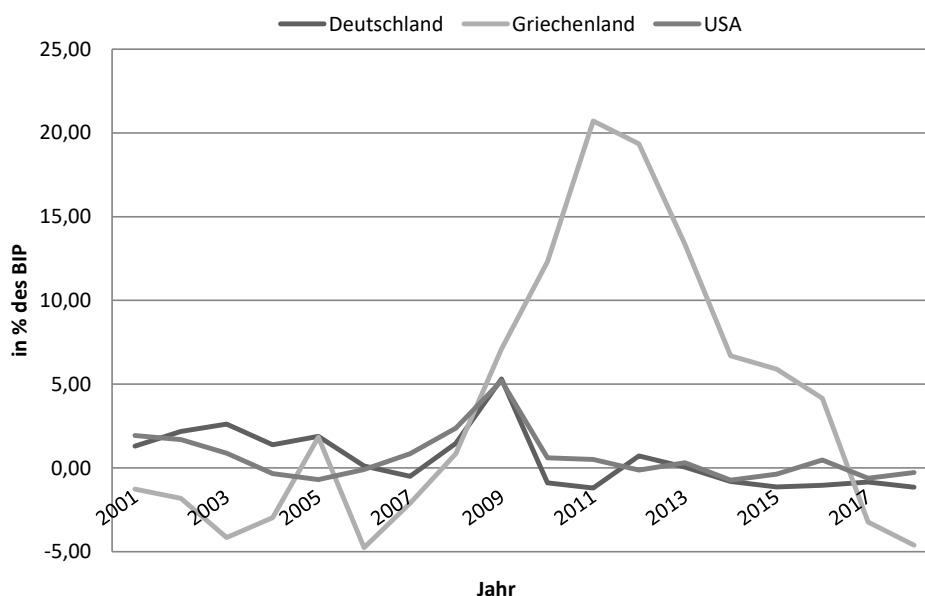


Abbildung 3. Konsolidierung der Staatsausgaben in % des BIP nach dem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit

Quelle: AMECO, *Snow ball effect on general government consolidated gross debt*, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/macro-economic-database-ameco_en (20.04.2017).

Um Wachstum anzutreiben, wird als Möglichkeit die Erhöhung des Investitionsniveaus empfohlen. Das Investitionsniveau bleibt trotz niedriger Zinsen unter dem Wert früherer Jahre bzw. Dekaden bis auf die Ausnahmejahre, in denen Investitionen aus den Konjunkturpaketen getätigt und gefördert wurden (European Economic Forecast Winter, 2017, S. 11). Auch für Deutschland kann man dabei keinen positiven Trend feststellen. Eine Kausalbeziehung zwischen den Bruttoanlageinvestitionen des Staates in % des BIP und der Veränderung des Schuldenstandes des Staates mittels Korrelation nach Pearson konnte nach 2006 keinen Zusammenhang für Deutschland nachweisen (der Wert von $r = -0,6$ deutet auf eine schwache Korrelation hin).

Die Analyse der Ausgaben des Bundes zeigt auf, dass der Bereich „Arbeit und Soziales“ durch das ausgebaute Transfersystem fast 40% der Ausgaben ausmacht. Die Infrastrukturausgaben beliefen sich nach 2011 auf ca. 8% der Ausgaben. Es gab eine geringfügige Verlagerung der Schwerpunkte. Erst ab 2016 wurden die Kommunen wieder in einigen Bereichen entlastet, u.a. bei der Bewältigung steigenden (Sozial-)Ausgaben, bei der Steigerung der Investitionstätigkeit durch die Aufstockung des Kommunalinvestitionsförderungsfonds um 3,5 Mrd. Euro sowie bei der Aufnahme, Unterbringung und Integration von Flüchtlingen (Monatsbericht des BMF, Januar 2017, S. 23).

Tabelle 5. Verteilung der geplanten Ausgaben des Bundes nach Sektoren laut Finanzplan von 2011 bis 2017 in %

Sektor	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Arbeit und Soziales	42,90	41,4	39,30	40,90	41,70	40,80	42,20
Verteidigung	10,30	10,40	11,00	11,10	10,80	11,00	11,10
Verkehr und digitale Infrastruktur	8,10	8,30	8,50	8,60	7,70	7,80	8,20
Bundesschuld	12,40	13,10	11,00	10,30	9,40	8,00	6,10
Bildung und Forschung	3,80	4,20	4,60	4,70	5,10	5,30	5,30
Gesundheit	5,10	4,70	4,10	3,80	4,00	4,70	4,60
Allgemeine Finanzverwaltung	3,80	4,10	6,80	5,40	4,70	4,90	4,50
Familie, Senioren, Frauen und Jugend	2,10	2,10	2,40	2,60	2,80	2,90	2,80
Inneres	–	–	–	–	–	–	2,50
Wirtschaftliche Zusammenarbeit	–	–	–	2,10	2,20	2,40	2,40
Wirtschaft und Energie	2,00	2,00	2,00	–	2,40	2,40	2,30
Sonstige	9,50	9,80	10,30	10,50	9,20	9,80	8,00
Summe	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Quelle: Finanzplan des Bundes 2016 bis 2020. (2016), S. 15.

Erst bei einer langfristigen Betrachtung der Daten – seit 1970 – sind zwei Trends zu beobachten: ein steter Rückgang der Investitionsausgaben und gleichzeitig ein Anstieg der Sozialausgaben. Es ist allerdings nicht eindeutig, ob exogene oder endogene Faktoren die Verschuldung antreiben, bei den endogenen Faktoren könnte der politische Einfluss eine Rolle spielen

(Holtfrerich, 2015). Gleichzeitig ist nicht ganz eindeutig, ob der *Policy-Mix* oder lediglich das Ausbleiben von höheren Wachstumsraten den Schuldenstand erhöht haben.

Nicht nur die OECD, sondern auch deutsche Wirtschaftswissenschaftler, u.a. Bofinger und Fratscher empfehlen den Einsatz der gesparten Mittel für öffentliche Investitionen, insbesondere für die Infrastruktur, um dem Wertverlust des öffentlichen Kapitalstocks entgegenzuwirken.²

Bei der Betrachtung der Wachstumsraten in der Abbildung 4 kann man für Deutschland nicht feststellen, dass die Sparpolitik eine signifikante negative Wirkung auf das Wirtschaftswachstum hatte. Die Wachstumsraten in Deutschland liegen in den letzten Jahren weit unter dem Niveau 1960er oder 1970er Jahre. Die deutsche Wirtschaft hat sich nach der letzten weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise 2009 relativ schnell erholt und weist schon seit 2010 positives Wachstum auf.

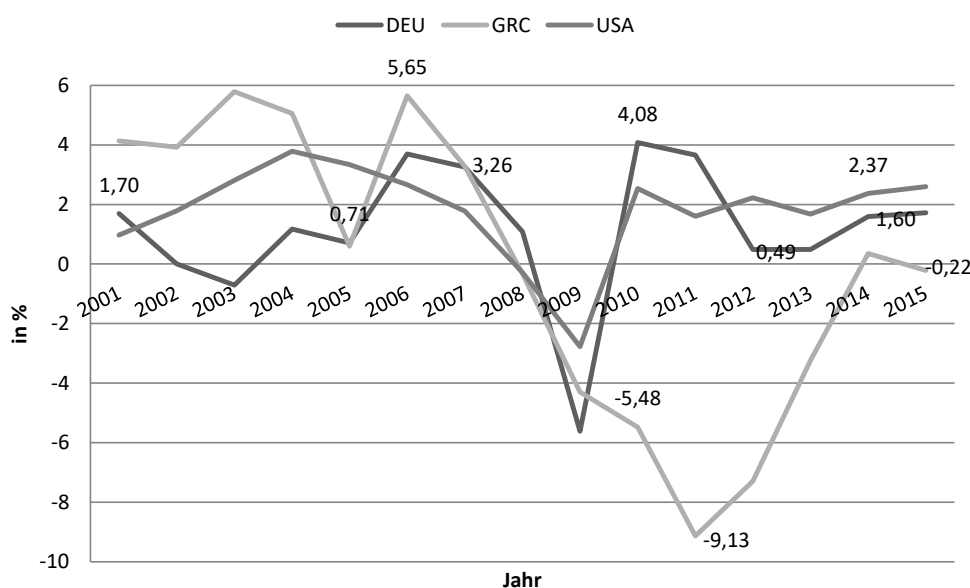


Abbildung 4. Wirtschaftswachstum in %

Quelle: World Bank, <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=NY.GDP.-MKTP.KD.ZG&country=#n> (20.04.2017).

Fazit

Die aufgeführten Beispiele (Ergebnisse der Studien und Analysen) sind ambivalent. Es gibt zahlreiche Befürworter und Gegner der Austeritätspolitik (AP), die jeweils ihre Meinung durch entsprechende Auslegung der Makro- und Finanzdaten der einzelnen Länder belegen.

² Der Wertverlust wurde an Hand des Autobahnnetzes errechnet: Insgesamt besitzt Deutschland 12.950 km Autobahnen (2015), die in ihrem gegenwärtigen Zustand ca. 82 Mrd. Euro wert sind (6,3 Mio. pro km). Der Wert der Autobahnen ist seit 1991 mit 69% des Neupreises auf 58% 2015 kontinuierlich gesunken. Vgl. Die Staatsschulden sind gedeckt (2017), S. 25.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die AP in manchen Fällen positive Auswirkungen haben kann, sie muss jedoch durch unterschiedliche Maßnahmen begleitet werden und soll kein Dauerzustand sein. Es gibt Faktoren, die in den Phasen, in denen ein Land AP umsetzt, positiv die Wirtschaftslage beeinflussen können. Dazu können begleitende Maßnahmen z.B. aus steuerlichen oder fiskalischen Anreizen bestehen, um das Wachstum oder auch die Struktur der Produktion und des Exportes zu fördern. Das letzte sichert Deutschland eine starke Position innerhalb der europäischen Volkswirtschaften, obwohl die Wirtschaftssubjekte nur kurzfristig mittels Konjunkturpakete unterstützt wurden.

Die ausgewählten Beispiele zeigen weiterhin, dass Maßnahmen, die in einer Volkswirtschaft positive Auswirkungen haben wie die AP in Deutschland in anderen nicht zu gleichen Ergebnissen führen. Die Hypothese 1 konnte für Deutschland verifiziert werden (die konsequent umgesetzte Sparpolitik (Austeritätspolitik) führt in Deutschland zur Haushaltskonsolidierung und zum Abbau der Schulden).

Die Ergebnisse der Überprüfung der 2. Hypothese sind nicht eindeutig: Die Sparpolitik hat den Haushalt in Deutschland entlastet; die Verringerung der öffentlichen Ausgaben kann aber zum Teil auf das niedrige Zinsniveau zurückgeführt werden, nicht auf die AP selbst. Die Ausgaben für Investitionen sind seit Jahren auf einem eher konstanten niedrigen Niveau und werden erst ab 2017 erhöht. Ein signifikanter negativer Einfluss auf das Wirtschaftswachstum konnte auf Grund der AP nicht nachgewiesen werden; es sei allerdings anzunehmen, dass die Wachstumsrate ohne Sparmaßnahmen hätte höher ausfallen können. In diesem Bereich sind weiterführende Analysen empfehlenswert.

Literatur

- Blankart, Ch. (2008). *Öffentliche Finanzen in der Demokratie*. München: Vahlen Verlag.
- Blyth, M. (2014). *Wie Europa sich kaputt spart*. Bonn: Dietz Verlag.
- Busch, K., Hermann, Ch. et al. (2012). *Eurokrise, Austeritätspolitik und das Europäische Sozialmodell. Wie die Krisenpolitik in Südeuropa die soziale Dimension der EU bedroht*. Berlin: Friedrich-Ebert-Stiftung.
- Dahrendorf, R. (2009). Vom Sparkapitalismus zum Pumpkapitalismus. *Cicero*, 8.
- Die Staatsschulden sind gedeckt (2017). Handelsblatt Nr. 24.
- Eucken, W. (2005). *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*. Poznań: Wyd. Poznańskie.
- Finanzplan des Bundes 2015 bis 2019 (2015). Drucksache 18/5501, 18. Wahlperiode, 14.08.2015.
- Grundgesetz der Bundesrepublik Deutschland (2009). Berlin: Deutscher Bundestag.
- Heimberger, Ph. (2016). *Did Fiscal Consolidation Cause the Double-Dip Recession in the Euro Area?* WIIW, Oktober 2016.
- Holland, D., Portes, J. (2012). Self-defeating austerity? *National Institute Economic Review*, 222.
- Holtfrerich, C.L., Feld, L., Heun, W. et al. (2015). *Staatsschulden: Ursachen, Wirkungen und Grenzen*. Berlin: Union der deutschen Akademien der Wissenschaften e. V.
- Monatsbericht des BMF, Januar 2017 (2017). Berlin.
- Monatsbericht des BMF, März 2017 (2017). Berlin.
- OECD-Wirtschaftsausblick (2016), Ausgabe 2016/2. Paris: OECD Publishing.
- Piketty, Th. (2015). *Die Schlacht um den Euro. Interventionen*. München: Verlag C.H. Beck.
- Richter, E. (1869). *Das Preußische Staatsschuldenwesen und die Preußischen Staatspapiere*. Berlin: Maruschke und Behrend.
- Roubini, N., Mihm, S. (2010). *Das Ende der Weltwirtschaft und ihre Zukunft*. Frankfurt/M: Campus Verlag.

- Schui, F., Austerität. (2014). *Politik der Sparsamkeit: Die kurze Geschichte eines großen Fehlers*. München: Karl Blessing Verlag.
- Stiglitz, J. (2016). *Europa spart sich kaputt. Warum die Krisenpolitik gescheitert ist und der Euro einen Neustart braucht*. München: Siedlerverlag.
- The Good, the Bad, and the Ugly: 100 Years of Dealing with Public Debt Overhangs* (2012). World Economic and Financial Surveys, World Economic Outlook October 2012, International Monetary Fund (IMF).
- World Economic and Financial Surveys, Fiscal Monitor, Debt Use It Wisely* (2016). Washington: IMF.
- Wünsche, H.F. (2015). *Ludwig Erhards Soziale Marktwirtschaft*. München: Lau Verlag.

Internetquellen

- AMECO, Snow ball effect on general government consolidated gross debt, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/macro-economic-database-ameco_en.
- BESCHLÜSSE COUNCIL DECISION (EU) 2015/1410 of 19 August 2015 giving notice to Greece to take measures for the deficit reduction judged necessary to remedy the situation of excessive deficit, Amtsblatt der Europäischen Union 20.8.2015. Heruntergeladen von: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015D1410&from=EN>.
- Bundesministerium für Finanzen. Heruntergeladen von: <http://www.bundesfinanzministerium.de/>
- Blog des IMF: The IMF is Not Asking Greece for More Austerity, Posted on December 12, 2016 by iMFdirect, Maurice Obstfeld and Poul M. Thomsen. Heruntergeladen von: <https://blog-imfdirect.imf.org/2016/12/12/the-imf-is-not-asking-greece-for-more-austerity/>.
- Blog von P. Krugmann. Heruntergeladen von: <https://krugman.blogs.nytimes.com/2015/01/06/the-record-of-austerity/?module=BlogPost-Title&version=Blog%20Main&contentCollection=Opinion&action=Click&pgtype=Blogs®ion=Body&r=1>.
- COUNCIL DECISION of 22 June 2012 abrogating Decision 2010/285/EU on the existence of an excessive deficit in Germany (2012/369/EU), Official Journal of the European Union. Heruntergeladen von: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/126-12_council/2012-06-22_de_126-12_council_en.pdf
- European Economic Forecast Winter 2017 (2017). EU 2017, ISSN 2443-8014 (online).

Cytowanie

- Jodkowska, L. (2017). Grundsätze und Auswirkungen der Sparpolitik in Deutschland. *Współczesne Finanse. Teoria i Praktyka*, 1 (2), 13–24. DOI: 10.18276/wf.2017.1-02.

Crowdfunding jako innowacyjny instrument zarządzania ryzykiem utraty płynności finansowej w sektorze MŚP

MARIAN KRUPA

dr, Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa im. rtm. W. Pileckiego w Oświęcimiu
Instytut Zarządzania i Inżynierii Produkcji
e-mail: mkr4all@gmail.com

SŁOWA KLUCZOWE finansowanie społecznościowe, start-up, płynność finansowa, zarządzanie ryzykiem finansowym, modelowanie symulacyjne, SAP Crystal Presentation Design

ABSTRAKT *Cel* – ocena użyteczności „crowdfundingu” jako innowacyjnego instrument zarządzania ryzykiem utraty płynności finansowej w realizacji przedsięwzięć start-upowych w sektorze MŚP.
Metodologia – analiza literatury przedmiotu oraz metoda modelowania symulacyjnego.
Wynik – „crowdfunding” jest niezwykle skutecznym instrumentem finansowania i zarządzania ryzykiem utraty płynności finansowej przedsięwzięć typu start-up, dostępnym dla każdego nowego przedsiębiorcy bez znaczących ograniczeń formalnych czy też organizacyjnych.
Oryginalność/Wartość – „crowdfunding” w literaturze przedmiotu, jak też w praktyce zarządzania, jest wykorzystywany przede wszystkim w celu pozyskania kapitału inwestycyjnego. Wydaje się, że znacznie ważniejsza funkcja, jaką może dostarczyć ten instrument, dotyczy minimalizacji ryzyka w zakresie utraty płynności finansowej

Crowdfunding as an innovative cash flow risk management tool in small and medium-sized entrepreneurship

KEYWORDS crowdfunding, start-up, cash flow, financial risk management, simulation modeling, SAP crystal presentation design

ABSTRACT *Purpose* – to evaluate the need for crowdfunding as a tool of innovating approach to Cash Flow management.
Research methodology – the literature analyzes and the evaluations of financial data was performed by the method of simulation modelling.
Findings – the small and medium-sized enterprises (SME) require professional management skills especially in area of finance.
Originality/value – crowdfunding can be implemented not only as a tool of financing small businesses activities but also as a Cash Flow risk management tool for start-up ventures.

Wprowadzenie do problematyki finansowania nowych przedsięwzięć gospodarczych typu start-up

Realizacja każdego przedsięwzięcia gospodarczego, szczególnie o innowacyjnym charakterze, wymaga sprawnego finansowania. Z perspektywy zarządzania firmą, w tym działającą w sektorze MŚP, obok zapewnienia efektywnych przepływów materialnych i informacyjnych, niezwykle ważną, być może nawet decydującą o ostatecznym i trwałym jej sukcesie, jest zaplanowanie właściwych źródeł i metod finansowania. W tym zakresie, wydaje się, że dobór odpowiedniego modelu finansowania aktywności inwestycyjnej powinno być ukierunkowane nie tyle na pozyskanie kapitału inwestycyjnego, ile raczej kapitału obrotowego, co stanowi swoisty fundament budowania, od samego początku, trwałego sukcesu każdego przedsiębiorstwa, szczególnie inicjatyw definiowanych jako start-up.

Na podstawie dostępnych wyników badań możemy potwierdzić, że w szczególny sposób, ryzyko związane z utratą płynności finansowej odnosi się właśnie do nowych firm, rozpoczynających swoją działalność. Analitycy *Startup Genome*, portalu społecznościowego integrującego globalnie środowisko młodych przedsiębiorców, po przeanalizowaniu 3200 przypadków, stwierdzili w swoim raporcie, że kluczowym powodem upadku tego typu przedsięwzięć (70% bankructw) jest „prozaiczny brak gotówki” na dalszy rozwój firmy. Autorzy raportu definiują powyższe zjawisko jako „przedwczesne skalowanie działalności” (*Startup Genome*, 2017).

Inne badania dostarczają odpowiedzi wyjaśniającej przyczyny źródła tego zjawiska. Zgodnie z raportem firmy windykacyjnej Intrum Justitia Polska, opublikowanym w 2016 roku: „36% polskich firm biorących udział w badaniach ankietowych twierdzi, że nieterminowe płatności w średnim lub wysokim stopniu zagrażają ich przetrwaniu” (Intrum Justitia Polska, 2016). Należy dodać, że problemy z obsługą należności są zjawiskiem powszechnym, szczególnie jednak uderzają w nowe firmy, które dopiero uczą się właściwej równowagi pomiędzy rentownością a płynnością.

W literaturze przedmiotu możemy wskazać wiele klasycznych instrumentów, które nowi przedsiębiorcy mogą zastosować w celu pozyskania zewnętrznych źródeł finansowania oraz zdobycia wiedzy o charakterze bardziej merytorycznym, np. z zakresu zarządzania firmą. Będą to m.in.: kredyty, pożyczki, kredyty handlowe, dłużne papiery wartościowe, leasing, factoring, dotacje i subwencje czy też bardzo atrakcyjne fundusze i inicjatywy pomocowe – programy unijne/regionalne, doradztwo gospodarcze, fundusze załączkowe, fundusze *Venture Capital*, „Anioły biznesu” (Portal Innowacji, 2017). Każda jednak z tych metod, instrumentów finansowych wsparcia nowego projektu biznesowego, obok niewątpliwych zalet, ma wiele luk w zakresie rzeczywistych potrzeb, które mogą prowadzić m.in. do utraty płynności finansowej, na co zresztą wskazują cytowane wyniki badań.

Niezwykle interesującą alternatywą pozyskania kapitału przez firmy sektora MŚP może być, na wskroś innowacyjny instrumentem definiowany jako „crowdfunding”, który jest bardzo szeroko opisany zarówno w literaturze polskiej, jak i anglojęzycznej (zob. m.in.: Mollick, 2014; Spierer, 2014; Steinberg, DeMaria, 2017). Równocześnie crowdfunding cieszy się w skali globalnej dużym zainteresowaniem wśród samych przedsiębiorców. Wydaje się zatem, że tego typu metoda finansowania działalności gospodarczej implikuje konieczność pogłębionej refleksji obejmującej rzeczywistą ocenę użyteczności tego typu przedsięwzięć. Należy zadać wiele

pytań: 1) Czym są start-upy z perspektywy cyklu rozwoju tego typu projektów? 2) Jakie są ich rzeczywiste potrzeby, uwarunkowania dotyczące pozyskania kapitału początkowego (np. inwestycyjnego, obrotowego, rozwojowego)? 3) W jakim zakresie wybór źródła, instrumentu finansowania start-upu przyczynia się do zmniejszenia lub też zwiększenia ryzyka finansowego? 4) W jaki sposób wykorzystanie instrumentu typu crowdfunding może pomóc w obniżeniu ryzyka utraty płynności finansowej?

Celem niniejszego artykułu jest próba odpowiedzi na powyższe pytania przez zastosowanie analizy literatury przedmiotu, odwołanie się do powszechnie dostępnych badań empirycznych oraz metody modelowania symulacyjnego, w ocenie poziomu ryzyka utraty płynności finansowej projektu typu start-up, w porównaniu z klasycznym modelem finansowania, np. za pomocą kredytu bankowego.

1. Charakterystyka przedsięwzięć biznesowych typu start-up i źródła ich finansowania

Start-up nie jest małą wersją dużej firmy.

Steve Blank

W literaturze przedmiotu pojęcie start-upu nie jest jednoznaczne. Możemy wskazać na różne interpretacje tego terminu, np.:

- przedsiębiorstwo w początkowej fazie rozwoju czy też mała firma związana z branżą nowych technologii (Startup Academy, 2017),
- organizacja, która tworzy produkty i usługi w warunkach skrajnej niepewności (Ries, 2012),
- tymczasowa organizacja, która poszukuje rentownego, skalowalnego i powtarzalnego modelu biznesowego (Blank, 2013),
- młoda firma tworzona przez z reguły młodych ludzi (PARP, 2017).

Wydaje się, że decydującym o charakterystyce nowego przedsięwzięcia typu start-up jest zestaw niepowtarzalnych cech, takich jak: bardzo duża innowacyjność produktowa/procesowa, entuzjazm i wysokie emocjonalne zaangażowanie przedsiębiorcy, brak historii kredytowej, sprzedażowej, kooperacyjnej, brak wiedzy w zakresie realnego popytu, specyfiki rynku, duże prawdopodobieństwo porażki, niewielka wiedza i doświadczenie w zarządzaniu w tym obszarze finansów. I właśnie wymiar finansowy, na co wskazują badania, może stanowić najbardziej ryzykowny element nowo tworzącego się organizmu biznesowego (Startup Genome, 2017).

Aby w pełni zrozumieć analizowany model biznesowy, należy zwrócić szczególną uwagę na to, że działalność typu start-up obejmuje specyficzne dla tego typu przedsięwzięć etapy oraz związane z nimi w sposób naturalny, różne potrzeby, priorytety finansowe. Możemy zatem wyróżnić następujące potrzeby/rodzaje finansowania (Giełzak, Krok, 2016):

- *seed* (zasiewu) – koszt opracowania prototypu, dokumentacji technicznej, konsultingu, szkoleń w zakresie zarządzania firmą, wstępnych badań rynkowych,
- *start-up capital* (rozpoczęcia) – rozpoczęcie produkcji, działalności usługowej, koszty marketingu, koszty operacyjne, w tym przede wszystkim koszty obsługi przeterminowanych należności.
- *expansion* (wczesnego rozwoju/ekspansji) – dodatkowe inwestycje w infrastrukturę, zatrudnienie personelu, rozwój struktury organizacyjnej.

Każdy etap jest ważny i wymaga odpowiedniego planowania i zaangażowania środków. W artykule skoncentrowano się na najbardziej krytycznym z punktu widzenia zapewnienia właściwego przepływu środków pieniężnych, czyli na momencie przejścia firmy z fazy rozpoczęcia do fazy wczesnego rozwoju czy też późniejszej ekspansji. Można wskazać pojawiające się bariery, ryzyka, jakimi są: brak wymaganej wiedzy i doświadczenia w zakresie sprawnego zarządzania finansami; problemy z zapewnieniem nie tyle odpowiednich funduszy inwestycyjnych na rozpoczęcie działalności, ile raczej na zapewnieniem płynności finansowej dla jej rozwoju (braki w zakresie kapitału obrotowego); czy też doboru właściwego instrumentu planowanego finansowego przedsięwzięcia (np. poprzez zastosowanie modelowania symulacyjnego), co diagnozuje ostatecznie skalę podejmowanego ryzyka przez przedsiębiorcę (Sobańska, Sieradzan, 2004; Dowżycki, 2010).

Na tle powyższych rozważań pojawia się pytanie o nowy, alternatywny sposób finansowania start-upów, jakim jest crowdfunding.

2. Crowdfunding jako innowacyjny model finansowania i zarządzania przedsięwzięciami wysokiego ryzyka typu start-up

Crowdfunding jest to „rodzaj gromadzenia i alokacji kapitału przekazywanego na rzecz rozwoju określonego przedsięwzięcia w zamian za określone świadczenie zwrotne, który angażuje szerokie grono kapitałodawców, charakteryzuje się wykorzystaniem technologii teleinformatycznych oraz niższą barierą wejścia i lepszymi warunkami transakcyjnymi, niż ogólnodostępne na rynku” (Król, 2011). Crowdfunding jako finansowanie społecznościowe to inaczej: „źródło kapitału dostarczanego przez szeroką społeczność wirtualną, która chce wesprzeć kreatywnego pomysłodawcę” (Crowdfunding.pl, 2017).

Niezwykle ważną kwestią, w odróżnieniu od tradycyjnych instrumentów finansowania tego typu przedsięwzięć, jest zagadnienie emocjonalnego zaangażowania się kapitałodawców, którzy chcą po prostu, często bezinteresownie, wesprzeć kreatywnego i zaangażowanego w realizację społecznie, rynkowo ważnego i akceptowalnego, pomysłu (Sullivan, 2006; Howe, 2006; Rheingold, 1993; crowdfunding.pl, 2017).

Z perspektywy podejmowanej decyzji przez przedsiębiorcę w wyborze najbardziej dostosowanej do potrzeb projektu formy zbiórki środków finansowych, możemy wskazać na następujące rodzaje działań, tzw. akcji crowdfundingowych (Król, 2011)¹:

- pasywny (sponsorski) – zaangażowanie finansowe w zamian za nagrodę typu: uprzywilejowany zakup produktu/usługi, gadżety firmowe, dostęp do programów lojalnościowych,
- aktywny (inwestycyjny/*equity*) – bezpośrednie zaangażowanie w opracowanie/rozwój produktu/firmy w zamian za korzyści biznesowe/materialne, np. udziały w spółce,
- dotacyjny – wymiar charytatywny; brak zobowiązań,
- oraz cały zestaw rozwiązań m.in. typu: *Crowdlending*, *Sociallending*.

Obok kluczowej funkcji pozyskania kapitału na bardzo atrakcyjnych warunkach (typu *seed*, start-up oraz *expansion*), crowdfunding pełni wiele niefinansowych, aczkolwiek niezwykle

¹ Innym sposobem porządkowania inicjatyw „crowdfundingowych” jest podział na: model donacyjny, pożyczkowy, inwestycyjny czy też mieszany (Kozioł-Nadolna, 2015).

istotnych z punktu widzenia nowego projektu funkcji. Niewątpliwie do najważniejszych zaliczyć należy: 1) możliwość kontaktu z potencjalnymi odbiorcami w celu wspólnego opracowania docelowego produktu (*Wisdom of Crowd*, *Crowd Voting*, *Crowd Creation*); 2) możliwość rozwiązania dowolnego problemu, np. technicznego/biznesowego/finansowego, weryfikację rzeczywistych potrzeb/oczekiwań rynku – przez bezpośrednią rejestrację zamówień (realizacja sprzedaży na podstawie zgłoszonych deklaracji); 3) budowę sieci odbiorców, sympatyków, partnerów biznesowych; 4) wykorzystanie internetu w zakresie promocji produktu/usługi; 5) sprawna i stosunkowo bezpieczna możliwość realizacji mikropłatności; 6) tworzenie portali społecznościowych w celu zapewnienia wymiany informacji i opinii.

Najważniejszą jednak cechą, związaną z kampanią crowdfundingową, jest możliwość stworzenia platformy współpracy polegającej na zaufaniu, zgodnie z zasadą *All-or-Nothing*. W ramach tej idei, przedsiębiorca, w sytuacji braku pozyskania odpowiednich środków lub rezygnacji z ostatecznego dostarczenia produktu, jest zobowiązany do zwrotu pozyskanych środków. W tym też szerszym znaczeniu możemy mówić o crowdfundingu jako o outsourcingu społecznościowym, w którym finansowanie przedsięwzięć jest tylko jednym z elementów nowego modelu biznesowego nawiązującego do zaufania i partycypacji w zakresie podejmowanego wspólnie ryzyka, ale też i uzyskania wspólnie potencjalnych korzyści.

Możemy zatem stwierdzić, że crowdfunding jest *de facto* „konceptą zarządzania przedsiębiorstwem, polegającą na wydzieleniu zadań lub procesów i przekazaniu ich do realizacji licznej społeczności za pewien rodzaj wynagrodzenia” (Król, 2011). Tym zadaniem może być pozyskanie środków finansowych lub dostęp do zasobów niefinansowych jak zasoby materialne oraz biznesowe i technologiczne know-how. Wynagrodzeniem dla darczyńców/sponsorów, poza prestiżem i satysfakcją, może być udział o charakterze kapitałowym w przedsięwzięciu lub też każdy inny rodzaj świadczenia ze sprzedażą na preferencyjnych warunkach nowego produktu lub usługi łącznie. I ten właśnie element, dotyczący możliwości pozyskania środków w wyniku przedsprzedaży planowanych towarów, wyznacza niezwykle cenny instrument w zakresie, nie tyle pozyskania kapitału inwestycyjnego, ile raczej kapitału obrotowego, który wpływa bezpośrednio na obniżenie ryzyka utraty płynności finansowej już w początkowym etapie funkcjonowania firmy.

3. Crowdfunding jako instrument zarządzania ryzykiem utraty płynności finansowej – modelowanie symulacyjne

Crowdfunding dostarcza wielu usług, które są bezcenne dla każdego przedsiębiorcy rozpoczynającego działalność. Niewątpliwie, kluczowym instrumentem jest możliwość skuteczniejszego zarządzania ryzykiem utraty płynności finansowej poprzez pozyskanie środków, wpłat przed wytworzeniem planowanego produktu. W celu zbudowania właściwego modelu do przeprowadzenia symulacji konieczna jest jednak właściwa interpretacja terminu płynność finansowa.

Płynność finansowa w niniejszym artykule rozumiana jest klasycznie, jako „zdolność firmy do regulowania swoich zobowiązań” (governica.com, 2017). Zarządzanie płynnością finansową zaś to zespół zadań dotyczących płynności finansowej przedsiębiorstwa, polegające na utrzymywaniu odpowiedniej ilości środków pieniężnych i linii kredytowych w celu zapewnienia terminowej realizacji zobowiązań.

Do podstawowych instrumentów wykorzystywanych do zarządzania tzw. *Cash Flow* zaliczamy: 1) wskaźnikowe metody pomiaru płynności finansowej (wskaźnik płynności bieżącej; wskaźnik płynności szybkiej – przyspieszonej); wskaźnik płynności natychmiastowej (płynności podwyższonej, natychmiastowej wymagalności) oraz 2) modelowanie symulacyjne² w zakresie strumieni przepływów pieniężnych – tzw. rachunek przepływów pieniężnych (governica.com, 2017). Z kolei, celem opracowania sprawozdania typu *Cash Flow* (dane historyczne), jak też stworzenia modelu symulacyjnego (dane planistyczne), jest ustalenie zmian, jakie nastąpią w zakresie dostępnych środków pieniężnych w wyniku prowadzonej działalności operacyjnej, inwestycyjnej czy też finansowej (Jarugowa, Kopczyńska, 1998).

W niniejszym artykule, w celu przeprowadzenia symulacji porównawczej przepływów pieniężnych przyjęto założenia przedstawione w tabeli 1 dla dwóch modeli biznesowych, czyli wariant 1 – finansowanie za pomocą kredytu bankowego oraz wariant 2 – finansowanie za pomocą crowdfundingu. Symulację przeprowadzono za pomocą powszechnie dostępnego arkusza kalkulacyjnego MS Excel³.

W wyniku przeprowadzonych symulacji stwierdzono:

1. Model finansowania bazujący na tradycyjnych instrumentach finansowania start-upów (np. kredyt bankowy), zakładający równocześnie planowaną sprzedaż z płatnością odroczoną, stwarza bardzo duże ryzyko utraty płynności finansowej już w fazie początkowej projektu (pierwsze trzy miesiące projektu!).
2. Ryzyko wystąpienia dodatkowych opóźnień rozliczeń należności praktycznie, w sposób trwały, wprowadza firmę w stan chronicznego braku płynności, pomimo uzyskania w tym samym analizowanym okresie wymaganej rentowności operacyjnej.
3. Skuteczną strategią zarządzania tym ryzykiem jest konieczność tworzenia rezerw gotówkowych (min. 30% planowanej sprzedaży), pozyskanie usługi faktoringu lub zapewnienie znacznie wyższego kredytu na znacznie dłuższy termin – w konsekwencji obniżenie rentowności przedsięwzięcia.
4. Paradoksalnie, znaczne zwiększenie sprzedaży w początkowym okresie działalności firmy niż zakładał pierwotny plan, jeszcze bardziej pogłębia w krótkim okresie problem ryzyka utraty płynności finansowej.
5. Jedynym gwarantem całkowitej likwidacji ryzyka utraty płynności finansowej (*Cash Flow*) przy zapewnieniu wymaganej rentowności (BEP) jest zdefiniowanie celu dla akcji crowdfundingowej na poziomie planowanej sprzedaży w analizowanym okresie – wariant II.

2 Modelowanie symulacyjne jest niezwykle użyteczną metodą weryfikacji hipotez definiowanych w ramach tzw. problemów badawczych. Do niewątpliwych zalet tej metody, zarówno w wymiarze prowadzonych badań naukowych, jak i praktyki menedżerskiej należą: duży realizm modelu i danych, możliwość diagnozy rozwiązań/strategii jeszcze nieistniejących, możliwość uwzględnienia parametru czasu/sezonowości, elastyczny dobór kryteriów optymalizacyjnych/priorytetów/celów biznesowych, automatyzacja w zakresie testowania wielu różnych wariantów/scenariuszy biznesowych, minimalizacja wiedzy i umiejętności matematycznych, niski koszt i stosunkowo krótki czas pozyskania wymaganej wiedzy biznesowej (Balcerak, Kwaśnicki, 2005).

3 Bardziej zaawansowanym narzędziem symulacyjnym jest SAP Crystal Presentation Design, który umożliwia opracowanie dedykowanych kokpitów menedżerskich z zestawem dynamicznych wskaźników i alertów. Źródło: www.sap.com/products/crystal-presentation-design.html.

6. Realizacja strategii „mieszanej”, tj. pozyskanie środków z akcji crowdfundingowej oraz prowadzenie sprzedaży w klasyczny sposób (przedpłaty/odroczone płatności) uruchamia automatycznie ryzyko utraty płynności.
7. W sytuacji przyjęcia strategii „mieszanej” występuje następująca zależność – im większy udział finansowania/sprzedaży w formie crowdfundingu, tym mniejsze ryzyko utraty płynności (zalecany poziom – min. 80% finansowania w formie crowdfundingu).
8. Innym krytycznym warunkiem dla przedsiębiorcy w zakresie płynnego przejścia z fazy start-upu do fazy rozwoju jest realizacja sprzedaży powyżej BEP – brak spełnienia tego warunku uniemożliwia osiągnięcie też wymaganej płynności finansowej.

Tabela 1. Zestawienie danych wykorzystanych do przeprowadzenia symulacji⁴

Wariant 1 Finansowanie za pomocą kredytu bankowego	Wariant 2 Finansowanie za pomocą crowdfundingu
Planowana sprzedaż: 550 tys. zł/12 miesięcy	Planowana sprzedaż (cel akcji crowdfundingowej): 550 tys. zł (100%)
Poziom przychodów (miesięcznie): 50 tys. zł	Poziom przychodów (miesięcznie): N/D
Koszt stały prowadzenia działalności: 10 tys. zł/miesiąc	Koszt stały prowadzenia działalności: 10 tys. zł/miesiąc
Koszt zmienny: 50%	Koszt zmienny: 50%
Kredyt Bankowy „0%”: 150 tys. zł	Kredyt Bankowy „0%”: N/D
Liczba miesięcy (spłata kredytu): 12	Liczba miesięcy (spłata kredytu): N/D
Wartość inwestycji początkowej: 100 tys. zł	Wartość inwestycji początkowej: 100 tys. zł
Średnia wartość należności (dni): 30	Średnia wartość należności (dni): 30
Średnia wartość zobowiązania (dni): 0 (płatność gotówką)	Średnia wartość zobowiązania (dni): 0 (płatność gotówką)

Źródło: opracowanie własne.

Podsumowując, zastosowanie instrumentu crowdfundingu w zakresie finansowania start-upu wymusza na przedsiębiorcy zmianę tradycyjnego modelu biznesowego, w tym roli przedsiębiorcy, wpisującego się w klasyczny cykl życia organizacji. Wymaga również pozyskania minimalnej wiedzy w obszarze zarządzania firmą, w tym przede wszystkim, w zakresie ryzyka utraty płynności finansowej. Zastosowanie modelowania symulacyjnego pozwala z bardzo dużym prawdopodobieństwem przewidzieć na osi czasu punkty krytyczne dla projektu

4 Przyjęte założenia mogą budzić zastrzeżenia typu, że nie uwzględniają one kosztów pozyskania kapitału, możliwej konieczności zwrotu części środków, ryzyka nieuzyskania finansowania itd., oraz to, że zawsze będzie gorsza płynność finansowa przy kredycie bankowym niż w przypadku crowdfundingu, który nie wymaga bieżących spłat kapitału i odsetek. Należy jednak pamiętać, że metoda modelowania symulacyjnego zakłada możliwość przeprowadzenia eksperymentu na podstawie zdefiniowanego modelu, który w każdym przypadku odwołuje się do klauzuli „ceteris paribus”. Ponieważ celem eksperymentu było porównanie wrażliwości nowego przedsięwzięcia w zakresie ryzyka utraty płynności finansowej jako kluczowego problemu prowadzącego do niepowodzenia, przyjęto, że zagadnienie rentowności, optymalizacji kosztów, dynamika przychodów itd. jest właśnie „ceteris paribus”. Zastosowany model umożliwia również ocenę wrażliwości w zakresie płynności finansowej również w modelach mieszanych, tj., część środków pozyskujemy w formie kredytu bankowego a część poprzez crowdfunding. Przy takim założeniu, bez zastosowania modelowania symulacyjnego będzie bardzo trudno ocenić poziom ryzyka w badanym przez nas obszarze. Wykorzystany w eksperymencie model umożliwia również przeprowadzenie analizy porównawczej biorąc równocześnie pod uwagę takie zmienne jak: koszt stały, zmienny przedsięwzięcia, zakres czasowy wymaganego finansowania, planowany/ zmienny poziom przychodów, średnie wartości planowanych należności i zobowiązań itd.

z perspektywy zapewnienia płynności finansowej, jak też sprawdzić skuteczność planowanych działań zaradczych, w tym właściwe wykorzystanie akcji crowdfundingowej.

4. Zalety i wady crowdfundingu – podsumowanie

Na podstawie analizy literatury przedmiotu oraz przeprowadzonej symulacji finansowania typowego startupu zdiagnozowano zalety i wady crowdfundingu. Do niewątpliwych zalet możemy zaliczyć:

- minimalizację ryzyka finansowego po stronie przedsiębiorcy przy „kredytowaniu” przedsięwzięcia przez społeczność wirtualną,
- skuteczną weryfikację rynkową – równoległe do działań marketingowych (opinie, deklaracje),
- możliwość uruchomienia procesu sprzedaży (zamówienia/przedpłaty), co praktycznie obniża ryzyko utraty płynności finansowej,
- stosunkowo prosty i szybki czas pozyskania środków (ok. 2–3 miesiące dla małych projektów),
- niższe koszty transakcyjne w relacji do klasycznych instrumentów – zazwyczaj jest to wynegocjowana prowizja dla firmy udostępniającej platformy w internecie,
- wysoki poziom skuteczności pozyskania środków (ok. 50% – platforma Kickstarter),
- możliwość pozyskania kapitału dla każdego etapu rozwoju produktu/firmy,
- pozyskanie wiedzy specjalistycznej o charakterze branżowym i z zakresu zarządzania,
- tworzenie trwałych relacji, środowiska, społeczności biznesowej/konsumenckiej opartej na partycypacji i zaufaniu.

Możemy wskazać również na potencjalne wady i zagrożenia wdrożenia strategii finansowania nowego pomysłu biznesowego bazującego na crowdfundingu:

- limity dotyczące celu finansowego – nie każdy zatem projekt będzie mógł skorzystać z kampanii crowdfundingowej,
- limity dotyczące czasu trwania czy też liczby fundatorów,
- realne ryzyko kopiowania pomysłów,
- ograniczony zasięg oddziaływania – grupy internautów,
- ograniczenia przedmiotowe – sprawdzona i znana branża,
- ryzyko prawne – restrykcje, bariery legislacyjne, luki prawne, brak precedensów (Dziuba, 2012).

Reasumując, crowdfunding pozwala start-upom nie tylko pozyskać na niezwykle atrakcyjnych warunkach kapitał obrotowy czy też inwestycyjny niezbędny na rozpoczęcie działalności gospodarczej, ale również stwarza i wymusza wiele pozytywnych zachowań przedsiębiorcy, wpływających na obniżenie ryzyka finansowego, w tym przede wszystkim w zakresie zapewnienia wymaganej płynności finansowej.

Biorąc pod uwagę zarówno zalety, jak i wady crowdfundingu możemy stwierdzić, że jest on niezwykle użytecznym instrumentem finansowania przedsięwzięć typu start-up, dostępnym dla każdego nowego przedsiębiorcy bez znaczących ograniczeń formalnych czy też organizacyjnych.

Literatura

- Balcerak, A., Kwaśnicki, W. (2005). Modelowanie symulacyjne systemów społeczno-gospodarczych: różnorodność podejść i problemów. W: A. Balcerak, W. Kwaśnicki (red.), *Symulacja Systemów Społeczno-Gospodarczych*. Wrocław: Oficyna Wydawnicza Politechniki Wrocławskiej.
- Blank, S. (2013). *Podręcznik Startupu. Budowa wielkiej firmy krok po kroku*. Gliwice: Helion.
- Dowżycki, A. (2010). Analiza płynności oraz siły finansowej przedsiębiorstwa. Wprowadzenie teoretyczne. W: M. Hamrol (red.), *Analiza Finansowa Przedsiębiorstwa. Ujęcie sytuacyjne*. Poznań: Wydawnictwo UE w Poznaniu.
- Dziuba, D.T. (2012). Rozwój systemów crowdfundingu – modele, oczekiwania i uwarunkowania. *Problemy Zarządzania*, 10.
- Jarugowa, A., Kopczyńska, L. (1998). *Finanse*. W: B. Piasecki (red.), *Ekonomika i zarządzania małą firmą*. Warszawa–Łódź: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Koniczny, Z., Mikołajczyk, B. (1998). *Finanse*. W: B. Piasecki (red.), *Ekonomika i zarządzania małą firmą*. Warszawa–Łódź: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Kozioł-Nadolna, K. (2015). Crowdfunding jako źródło finansowania innowacyjnych projektów. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 854. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 73.
- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 1 (29).
- Ries, E. (2012). *Metoda Lean Startup. Wykorzystaj innowacyjne narzędzia i stwórz firmę, która zdobędzie rynek*. Gliwice: Helion.
- Sobańska, K., Sieradzan, P. (2004). *Inwestycje private equity/venture capital*. Warszawa: Wydawnictwo Key Test.
- Spirer, G. (2014). *Crowdfunding: The Next Big Thing*. South Carolina, USA: CreateSpace Independent Publishing Platform.
- Steinberg, S., DeMaria, R. (2017). *The Crowdfunding Bible: How to Raise Money for Any Startup, Video Game or Project*. USA: ReadMe.

Netografia

- Crowdfunding.pl, <http://crowdfunding.pl> (22.03.2017).
- Giełzak, M., Krok, M. (2016). *Źródła finansowania startupów. Wprowadzenie*. Pobrane z: <http://mamstartup.pl> (22.05.2017).
- www.governica.com (6.05.2017).
- Intrium Justitia Polska. Pobrane z: www.windykacja.pl (22.03.2017).
- Król, K. (2011). *Finansowanie społecznościowe jako źródło finansowania przedsięwzięć w Polsce, UE w Poznaniu*. Pobrane z: <https://issuu.com> (22.03.2017).
- PARP, *Co to jest start-up?* Pobrane z: <http://www.web.gov.pl> (22.03.2017).
- Papiński, Z. *Oto główna przyczyna upadku startupów*. Pobrane z: <http://biztok.money.pl> (22.03.2017).
- Portal Innowacji, *Źródła finansowania startupów*. Pobrane z: <http://www.pi.gov.pl> (22.05.2017).
- SAP Crystal Presentation Design. Pobrane z: www.sap.com/products/crystal-presentation-design.html (30.05.2017).
- Startup Genome*. Pobrane z: <https://startupgenome.com> (22.03.2017).
- Strzelczyk, D. *Słownik startupowca*. Startup Academy. Pobrane z: <http://startupacademy.pl> (22.05.2017).

Cytowanie

- Krupa, M. (2017). Crowdfunding jako innowacyjny instrument zarządzania ryzykiem utraty płynności finansowej w sektorze MŚP. *Współczesne Finanse. Teoria i Praktyka*, 1 (2), 25–33. DOI: 10.18276/wf.2017.1-03.

Finanzierungstrends mittelständischer Konzerne auf Basis der Konzernrechnungslegung – eine kritische Analyse am Beispiel der Region Osnabrück

GUNTHER MEEH-BUNSE¹, MARTIN WELLING

¹ Prof. dr, Hochschule Osnabrueck
e-mail: g.meeh-bunse@hs-osnabrueck.de

SCHLÜSSELWÖRTER KMU, Finanzierung, Finanzierungsmethoden, finanzielle Bedürfnisse

ZUSAMMENFASSUNG *Zweck* – ist es herauszufinden, wie sich mittelständische Konzerne finanzieren.

Methode – Um diese Frage zu beantworten werden die Konzernabschlüsse von acht mittelständischen Unternehmen aus der Wirtschaftsregion Osnabrück auf ihre Finanzierungsarten hin untersucht. Um einen Vergleich zwischen Literatur und den festgestellten genutzten Finanzierungsarten herzustellen, wird vorab eine Literaturrecherche durchgeführt. Anschließend werden mögliche Finanzierungstrends aufgezeigt.

Ergebnisse – Die Innenfinanzierung ist weiterhin die wichtigste Finanzierungsart für mittelständische Konzerne. Sie wollen unabhängiger von Banken werden und meiden innovative Finanzierungsarten wie Sale-and-Lease-back oder Factoring. Der Bankkredit ist dennoch weiterhin die häufigste Art der Außenfinanzierung. Gegenüber ihren Gesellschaftern bestehen oft starke Abhängigkeiten. Leasing gewinnt mehr an Bedeutung.

Wertschöpfung – Aufgezeigt wird die typische Finanzierungsstruktur innerhalb einer Region, was als Basis für weitere Forschungsarbeiten z.B. im Vergleich zu anderen Regionen genutzt werden kann. Gleichzeitig finden sich Anhaltspunkte, inwieweit sich moderne Finanzierungsformen durchgesetzt haben.

Group accounting – a critical analysis on the example of the Osnabrück region

KEYWORDS medium-sized groups, financing, financing methods, financial needs, medium-sized companies

ABSTRACT

Purpose – This paper examines how medium-sized groups satisfy their financial needs.

Research methodology – Therefore the annual financial statements of eight groups in the business region around Osnabrück were examined whether the used methods of financing cover the methods stated in the common literature. On this basis financing trends are deducted.

Findings – It was found out that medium-sized groups try to stay independent and avoid risks. They are more connected with partners. Internal financing is the most popular source of financing. Revenues generated by deliveries, services and gains on securities are the main components of internal financing. The bank loan is the dominating type of external financing. Leasing is increasing its popularity as an alternative financial solution. Medium-sized groups are trying to prevent

dependency on banks and prefer internal financing methods. They avoid innovative financial instruments such as crowd funding, sale-and-leaseback or factoring.

Originality/value – The typical finance structure in a region is identified which can be used for further studies as a comparison with other regions. Simultaneously an indication for the degree of penetration of new forms of financing is recognized.

Einführung

Deutschlands mittelständische Unternehmen stehen vor großen Aufgaben. Die zunehmende Konkurrenz, die Finanzkrise und die verschärften Regeln von Basel II und Basel III beeinflussen das Handeln der Mittelständler. Für alle bevorstehenden Aufgaben ist Kapital notwendig. Doch woher bekommen Mittelständler Kapital? Das Ziel dieses Aufsatzes ist es herauszufinden, wie sich mittelständische Konzerne in der Region Osnabrück finanzieren. Vorab werden die in der „klassischen“ Literatur erwähnten Innen- und Außenfinanzierungsarten vorgestellt. Die Ergebnisse aus der Untersuchung von acht Konzernen werden anschließend kurz vorgestellt. Ein Soll/Ist-Vergleich sorgt für einen Abgleich der Literatur mit den Ergebnissen der Untersuchung. Auf dieser Basis werden Finanzierungstrends mittelständischer Unternehmen in der Region abgeleitet und die Ergebnisse in einem Fazit festgehalten.

Alle acht untersuchten Unternehmen stammen aus der Wirtschaftsregion Osnabrück. Unter mittelständischen Unternehmen werden inhabergeführte und nicht kapitalmarktorientierte Unternehmen gefasst. Um ein branchenübergreifendes Bild wiederzugeben, wurden Unternehmen aus unterschiedlichen Wirtschaftszweigen ausgewählt. Die Konzernabschlüsse beziehen sich auf das Berichtsjahr 2013.

Ein Konzern besteht aus rechtlich selbstständigen Unternehmen, deren Entscheidungs- und Handlungsfähigkeit bei einem Mutterunternehmen liegt. Das Mutterunternehmen übt einen beherrschenden Einfluss auf ein oder mehrere Tochterunternehmen aus. Da die wirtschaftliche Handlungsfähigkeit beim Mutterunternehmen liegt, wird der Konzern in der Konzernrechnungslegung fiktiv als eine rechtliche Einheit betrachtet (Vgl. Busse von Colbe, 2011, S.535). Der Einfluss auf Entscheidungen der Töchter basiert entweder auf Regelungen bezüglich der Mehrheit der Stimmen am gezeichneten Kapital, einem Beherrschungsvertrag oder der Unternehmenssatzung. Ist das Mutterunternehmen eine Kapital- oder gleichgestellte Personengesellschaft und übt sie beherrschenden Einfluss auf ihre Tochterunternehmen aus, so muss grundsätzlich ein Konzernabschluss angefertigt werden (Vgl. Lüdenbach/Hoffmann, 2016, §290Rz.1). Zu den acht Konzernen gehören:

1. Amazonen-Werke H. Dreyer GmbH & Co. KG (diverse Landmaschinen).
2. AVO-Werke August Beisse GmbH (Herstellung und Vertrieb von Gewürzmischungen, Zusatzstoffen, Marinaden).
3. Bohnenkamp-Verwaltungs-GmbH (Reifen, Räder, Fahrzeugbauteile).
4. b u w Holding GmbH (Kundenmanagement-Lösungen).
5. Felix Schoeller Holding GmbH & Co. KG (Spezialpapierherstellung).
6. Hans-Heiner Müller Verwaltungs und Beteiligungs GmbH (Wessels & Müller) (Groß- und Einzelhandel für Kfz-Teile, -Werkzeuge, -Maschinen).

7. HomeStead GmbH & Co KG (Tief-, Hoch- und Schlüsselfertig, Tunnelbau).
8. Meyer & Meyer Holding GmbH & Co. KG (Spediteur, Logistiker).

1. Finanzierungsarten mittelständischer Unternehmen

Finanzierungsarten können in Innenfinanzierung und Außenfinanzierung gegliedert werden. Bei der Außenfinanzierung investieren Kapitalgeber außerhalb des Unternehmens Geld in das Unternehmen. Bei der Innenfinanzierung wird Geld innerhalb des Unternehmens beschafft (Vgl. Busse von Colbe, 2011, S.388ff.). Hierbei überwiegt stark der Anteil der Innenfinanzierung gegenüber der Außenfinanzierung.

Tabelle 1. Innen- und Außenfinanzierung deutscher Unternehmen

In Mrd. €	2012	2013
Innenfinanzierung	180,7	194,5
Außenfinanzierung	85,4	71,0
Insgesamt	266,2	265,5

Quelle: Deutsche Bundesbank (2014), S. 44.

Zu den am häufigsten verwendeten Mittel der internen Finanzierung gehört die Finanzierung aus dem Wertschöpfungsprozess, der Vermögensumschichtung und der Nutzung von Abschreibungen oder Rückstellungen.

Beim Wertschöpfungsprozess werden die Kosten durch den Verkauf von Gütern und Dienstleistungen gedeckt. Übersteigen die Erträge die Aufwendungen wird Gewinn erwirtschaftet. Bleibt dieser Gewinn im Unternehmen steigt das Eigenkapital des Unternehmens (Vgl. Busse von Colbe, 2011, S. 391f.).

Bei der Vermögensumschichtung wird Betriebsvermögen freigesetzt. Eine Möglichkeit ist der Verkauf von Vermögensgegenständen. Eine weitere Möglichkeit stellen Rationalisierungsmaßnahmen dar. Werden Bestände im Lager verkleinert oder wird Personal abgebaut, verringern sich die Auszahlungsverpflichtungen des Unternehmens. Weitere Möglichkeiten stellen das *Sale-and-Lease-back-Verfahren* und das *Working Capital Management* dar (Vgl. Busse von Colbe, 2011, S. 391).

Vermögensgegenstände werden über ihre Nutzungsdauer abgeschrieben. Abschreibungen können zur internen Finanzierung verwendet werden, da sie den Gewinn mindern, aber keine auszahlungsrelevanten Vorgänge auslösen. Das verfügbare Kapital kann zur Finanzierung genutzt werden, wohingegen Rücklagen für den Erwerb von neuem Betriebsvermögen getätigt werden sollten (Vgl. Wöhe, 2013, S. 431ff.).

Die Innenfinanzierung bietet für nicht kapitalmarktorientierte Unternehmen häufig die einzige Möglichkeit ihr Eigenkapital zu erhöhen. Die im Resultat höhere Eigenkapitalquote erleichtert die Fremdkapitalbeschaffung (Vgl. Busse von Colbe, 2011, S. 392).

Bei der Fremdfinanzierung als Teil Außenfinanzierung überlässt der Gläubiger dem Unternehmen schuldrechtlich Kapital auf Zeit ohne Eigentum zu erhalten. Folglich entstehen keine mittelbaren Mitsprache-, Entscheidungs- oder Kontrollrechte am Unternehmen. Es wird im

Folgenden zwischen kurzfristigen und langfristigen Fremdkapital unterschieden. Kurzfristige Verbindlichkeiten weisen eine Laufzeit von 90 – 365 Tagen auf. Langfristiges Fremdkapital weist eine Mindestdauer von fünf Jahren auf (Vgl. Wöhe, 2013, S. 217ff.).

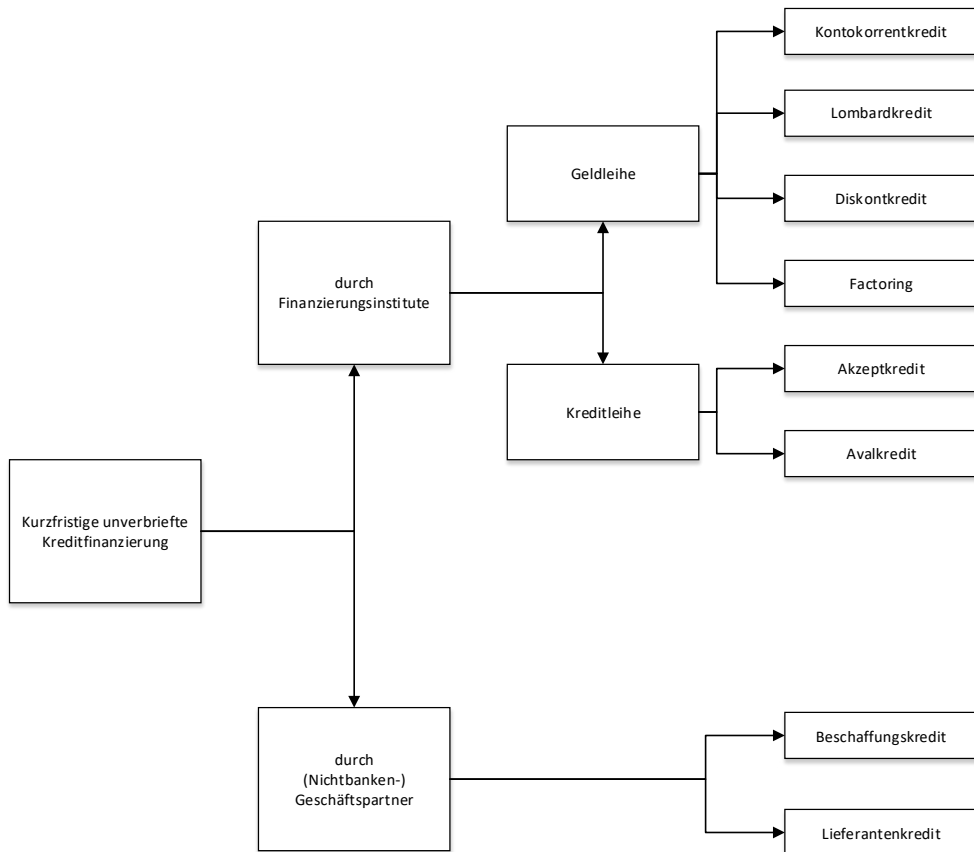


Abbildung 1. Formen der kurzfristigen Kreditfinanzierung

Quelle: Busse von Colbe (2011), S. 413.

Bei der Fremdfinanzierung wird unterschieden, ob die Finanzierung über ein Finanzinstitut oder durch einen Geschäftspartner erfolgt. Geschäftspartner sind Kunden und Lieferanten. Durch einen Lieferantenkredit wird dem Unternehmen eine längere Zahlungsfrist eingeräumt. Das Unternehmen kann Käufe tätigen ohne Bankkredite aufzunehmen.

Bei einer Vorauszahlung erhält das Unternehmen Zahlungen des Kunden für einen Auftrag im Voraus. Kosten sind hierdurch gedeckt ohne in Vorleistung zu gehen.

Kurzfristiges Fremdkapital, dessen Bereitstellung durch Finanzinstitute erfolgt, wird in drei Varianten eingeteilt. Die am häufigsten verbreitete Variante ist der Kontokorrentkredit. Das Konto bei der Bank darf bis zu einer gewissen Grenze überzogen werden, um kurzfristige Liquiditätsengpässe zu überbrücken (Vgl. Bitz, 2008, S. 65).

Eine weitere Möglichkeit bietet das Factoring. Forderungen werden an das Factoring-Unternehmen abgetreten. Im Gegenzug erfolgt die Zahlung unmittelbar und nicht erst bei Fälligkeit der Zahlung. Das Forderungsausfallrisiko und das Mahnwesen kann mit abgetreten werden. Diese beiden Varianten gehören der Geldleihe an.

Der Avalkredit ist eine Form der Kreditleihe. Im Gegensatz zur Geldleihe erfolgt kein Zahlungseingang. Die Bank übernimmt Ausfallgarantien in einer festgeschriebenen Höhe, wodurch sich die Bonität des Unternehmens gegenüber den Gläubigern verbessert. Durch die gestiegene Bonität werden neue Kreditformen zugänglich.

Im Folgenden werden drei relevante Formen der langfristigen Kreditfinanzierung vorgestellt.

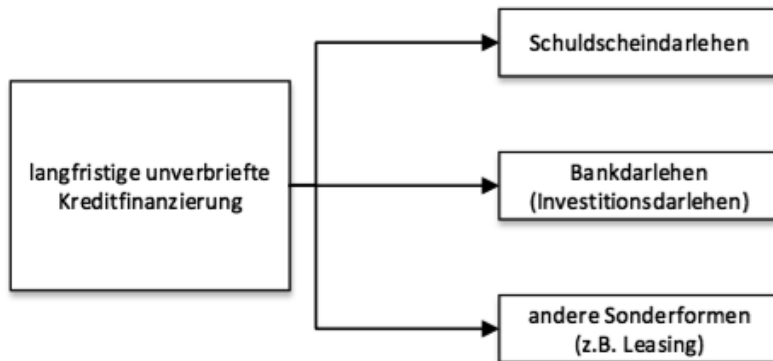


Abbildung 2. Formen der langfristigen Kreditfinanzierung

Quelle: Busse von Colbe (2011), S. 409.

Beim Darlehen wird der Darlehensgeber durch den Darlehensvertrag dazu verpflichtet dem Darlehensnehmer den im Vertrag genannten Betrag zur Verfügung zu stellen. Der Darlehensnehmer ist verpflichtet einen im Vertrag festgeschriebenen Zins zu zahlen und am Ende der Laufzeit den Darlehensbetrag zurückzuzahlen (Vgl. Wöhe, 2013, S. 247). Aufgrund gesetzlicher Richtlinien sind Banken verpflichtet eine interne Bonitätsprüfung über den Darlehensnehmer durchzuführen. Die verschärften Gesetze führen dazu, dass mittelständische Unternehmen Schwierigkeiten bei der Vergabe von langfristigen Bankdarlehen bekommen (Vgl. Busse von Colbe, 2011, S. 411f.).

Ein Schuldscheindarlehen ist ein anleiheähnlicher, allerdings nicht kapitalmarktorientierter Großkredit mit einer gewöhnlichen Laufzeit von zehn bis fünfzehn Jahren. Der Schuldschein bestätigt, dass der Darlehensbetrag dem Schuldner übergeben wurde. Die Beweislast wechselt vom Gläubiger auf den Schuldner, der Schuldschein stellt aber keine Beweisurkunde dar. Oft fungiert ein Kreditinstitut als Mittler, um die Schuldscheine treuhänderisch einzusammeln (Vgl. Ekken-ga, 2014, S. 751).

Eine weitere Form ist das Leasing. Leasing wird oft aus bilanz- und steuerrechtlichen Aspekten gewählt. Hierbei werden dem Leasingnehmer, über eine vorher definierte Zeitdauer, vom Leasinggeber ein oder mehrere Objekte zur Verfügung gestellt. Der Leasingnehmer zahlt einen monatlichen Betrag an die Leasinggesellschaft. Instandhaltungskosten werden vom Leasingnehmer getragen. Eine Kündigungsmöglichkeit besteht häufig nicht. Neben dem Leasing

ist die Miete eine weit verbreitete Finanzierungsmöglichkeit. Das Prinzip ähnelt dem Leasing, wohingegen der Vermieter für Instandhaltungskosten zuständig ist und üblicherweise Kündigungsmöglichkeiten vertraglich festgehalten sind (Vgl. Wirtschaftskammer Österreich, 2016).

Zu den alternativen Finanzierungsmöglichkeiten gehört unter anderem das *Crowdfunding* (Schwarmfinanzierung). Unternehmen oder Personen stellen über das Internet Projekte vor, die dann von Kapitalgebern finanziert werden können. Die *Crowdfundingportale* stellen die Plattform und verlangen hingegen eine Gebühr oder Provision. Vor allem Start-Ups und Einzelpersonen nutzen das *Crowdfunding*. Mittlerweile nutzen einige mittelständische Unternehmen diese alternative Finanzierungsmöglichkeit (Vgl. Schwethelm, 2014, S. 4).

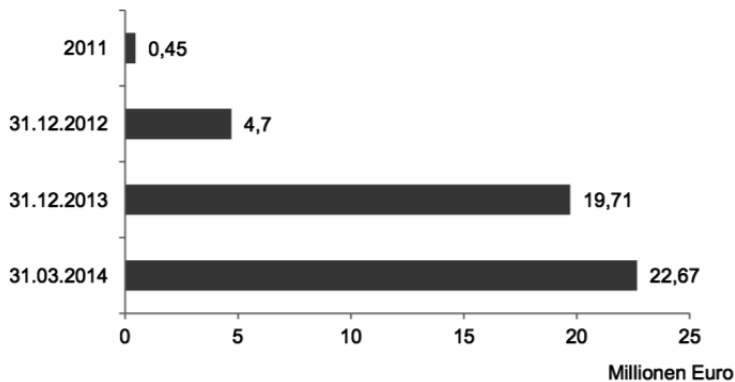


Abbildung 3. Entwicklung Crowdfunding-Volumen

Quelle: Schwethelm (2014), S. 9.

Das *Finetrading* wird bisher nur von wenigen Mittelständlern genutzt. Ein Zwischenhändler (Finetrader) finanziert dem Kunden die Bestellung und zahlt dem Lieferanten direkt den Preis. Der Kunde zahlt den Wert zuzüglich Zinsen innerhalb von 120 Tagen zurück. Sofern Skonto genutzt werden kann, bietet *Finetrading* eine günstige Alternative (Vgl. Erben, 2009).

2. Finanzierungsarten laut den Konzernabschlüssen

Aus den Untersuchungen der Jahresabschlüsse wurden die vorgestellten Finanzierungsarten herausgefiltert. Die Höhe oder Anzahl der verwendeten Mittel ist kein Kriterium. Dabei wurde die Höhe und Anzahl nicht als Kriterium herangezogen, um den doch unterschiedlich großen mittelständischen Konzernen gerecht zu werden. Die Auswertung hätte dadurch verfälscht werden können und so in eine bestimmte Richtung gelenkt werden können. Sofern die Finanzierungsart genutzt wird, bildet sie einen Bestandteil der nachfolgenden Abbildung.

Wie zu erkennen ist, tauchen viele der bereits vorgestellten Finanzierungsmöglichkeiten in der Untersuchung auf. Die mit dominierende Finanzierungsart *Gesellschafterdarlehen* sowie die Finanzierungsarten *Wertpapiere*, *Stille Beteiligung* und *Forderungen gegenüber Gesellschaftern* wurden durch die klassische Literatur weniger in den Vordergrund vorgestellt.

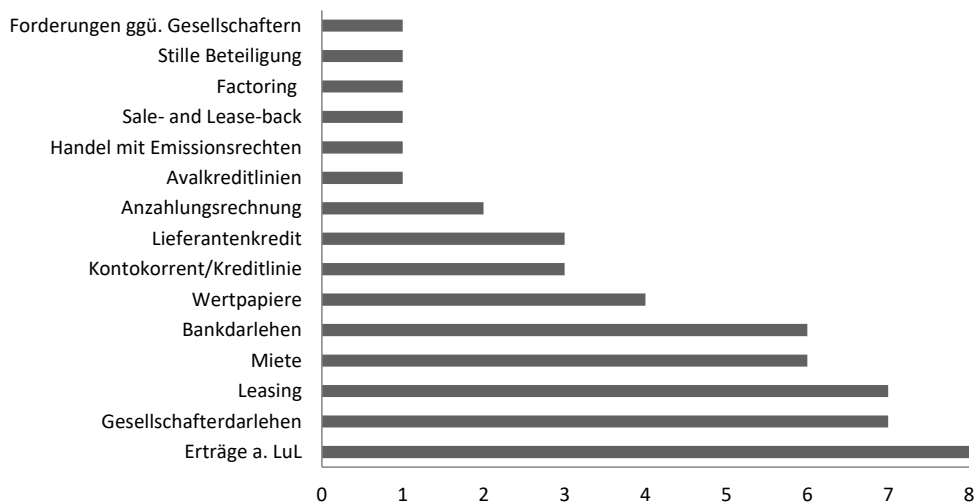


Abbildung 4. Absolute Häufigkeit der Finanzierungsarten

3. Vergleich zwischen Literatur und Praxis

Erträge aus Lieferungen und Leistungen sind, wie bereits vorgestellt, die primäre Finanzierungsquelle nicht-kapitalmarktorientierter Konzerne. Das Leasing und die Miete fanden ähnliche Beliebtheit. Das Bankdarlehen ist noch immer eines der am häufigsten genutzten langfristigen Finanzierungsmittel. Der Kontokorrentkredit bzw. die Kreditlinie sichert Unternehmen die kurzfristige Liquidität. Beliebte Finanzierungsmittel, die weniger in der klassischen Literatur auftauchten, sind das Gesellschafterdarlehen und Erträge aus Wertpapieren. Vorgestellte Finanzierungsmittel wie der Avalkredit, der Handel mit Emissionsrechten, Sale-and-Lease-back oder das Factoring fanden wenig Verwendung in mittelständischen Konzernen. Die stille Beteiligung und Forderungen gegenüber Gesellschaftern wurden weniger in der klassischen Literatur vorgestellt und werden aufgrund ihres geringen Vorkommens vernachlässigt. Im Folgenden sollen die noch nicht vorgestellten Finanzierungsarten beleuchtet werden.

Eine stille Beteiligung liegt vor, wenn eine Vermögenseinlage durch einen Investor getätigt wird, jedoch kein Eigentumsanspruch an der Gesellschaft entsteht. Der Investor ist an den Gewinnen beteiligt. Da ein stiller Gesellschafter wenig Mitspracherechte erhält und frisches Kapital in das Unternehmen fließt, wird die stille Beteiligung von den Unternehmen durchaus geschätzt. Die Bilanzierung als Fremd- oder Eigenkapital hängt häufig von der Vertragsausgestaltung ab (Vgl. Grunow/Figgener, 2006, S. 104).

Durch die Position *Forderungen ggü. Gesellschaftern* kann sich Kapital aus dem Unternehmen durch die Zinseinnahmen finanzieren. Diese Möglichkeit kann zu einer schlechteren Bonitätsbewertung seitens der Kreditinstitute führen, da sie das wirtschaftliche Eigenkapital im Rahmen des Ratings schwächt (Vgl. Achleitner/Everling, 2007, S. 83f.).

Die Hälfte der untersuchten Konzerne nutzten die Erträge aus dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren Dritter zur Finanzierung. Es ging den Unternehmen nicht um eigene Emissionen.

Das Gesellschafterdarlehen ist ein Darlehen der Gesellschafter an das Unternehmen und wird in der Bilanz als Fremdkapital ausgewiesen. Anstatt weitere Gesellschaftereinlagen hinzuzuführen, können als Nebeneffekt durch ein Gesellschafterdarlehen Gewerbesteuerzahlungen eingespart werden. Üblicherweise wird das Darlehen zu einem niedrigeren Zinssatz als dem Marktzinssatz gewährt (Vgl. Alt/Kaschny, 2015, S. 69ff.). Es kann davon ausgegangen werden, dass durch die Gewährung von Gesellschafterdarlehen die Kreditwürdigkeit bei Dritten steigt (Vgl. Grunow/Figgene, 2006, S. 294). Da dem Unternehmen Fremdkapital und kein Eigenkapital in Form einer Gesellschaftereinlage zugeführt wird, sinkt die Eigenkapitalquote.

Aus der Literaturrecherche und den Untersuchungen sehen wir zwei Sachverhalte als bestätigt. Zum einen ist die Innenfinanzierung weiterhin die wichtigste Finanzierungsart bei mittelständischen Konzernen in der Region. Die untersuchten Unternehmen nutzten alle die Erträge aus den Lieferungen und Leistungen, um sich zu finanzieren. In einer Studie der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Deloitte wurde gleichlautend festgestellt, dass 82% aller mittelständischen Unternehmen auf die Innenfinanzierung setzten (Vgl. Deloitte, 2012, S. 24ff.). Zum anderen bleibt der Bankkredit weiterhin die am häufigsten gewählte externe Finanzierungsart mittelständischer Konzerne in der Region. Ungeachtet einer berichteten Skepsis gegen Bankkredite (Vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau, 2017, S. 15) nutzen mittelständische Konzerne weiterhin den Bankkredit zur externen Finanzierung. Allerdings nutzen zwei der Konzerne keine Bankdarlehen.

4. Hypothesen über Finanzierungstrends mittelständischer Unternehmen

Aus der Literaturrecherche und den Untersuchungen lassen sich die folgenden Finanzierungstrends in der Region Osnabrück ableiten.

„Mittelständische Konzerne in der Region wollen unabhängiger von Banken werden.“

Ungeachtet der weiterhin führenden Rolle des Bankkredits nimmt seine relative Bedeutung ab (Vgl. Deutscher Sparkassen- und Giroverband, 2017, S. 4). Aus den Untersuchungen geht hervor, dass zwei Konzerne komplett ohne Bankkredite auskommen. Generell werden Bankkredite auf mehrere Banken verteilt oder zurückgefahren (Vgl. Wirtschaftswoche, 2014).

„Mittelständische Konzerne in der Region halten nichts von innovativen Finanzierungsarten.“ Die Verwendung von innovativen Finanzierungsarten wie Crowdfunding oder Finetrading konnte nicht festgestellt werden. Zu den innovativsten Arten gehörten Factoring oder Sale-and-Lease-back, welche jedoch nur bei einem Konzern ermittelt wurden.

„Die Finanzierung über Leasing und Miete gewinnt bei mittelständischen Konzernen in der Region immer mehr an Bedeutung.“ Sieben von acht untersuchten Unternehmen nutzten Leasing. Der Trend hin zum Leasen und Mieten von Objekten ist teilweise durch die gestiegenen Anforderungen der Banken durch Basel III zu begründen. Die erschwerte Kreditaufnahme treibt Unternehmen zum Leasing (Vgl. Spohr, 2014).

„Mittelständische Konzerne in der Region sind häufig sehr abhängig von ihren Gesellschaftern.“ Neben den Einlagen der Gesellschafter nutzen sieben der acht mittelständischen Unternehmen außerdem das Gesellschafterdarlehen. Die gesamte Darlehenshöhe variiert bei den untersuchten Unternehmen stark.

„Finanzerträge aus Wertpapiere gewinnen als Finanzierungsart an Bedeutung.“ Diese Finanzierungsart muss noch weiter untersucht werden. Es kann vermutet werden, dass in der Niedrigzinsphase durch realisierte Kursgewinne höhere Renditen erwirtschaftet werden.

Fazit

Neben den in der klassischen Literatur herausgestellten Finanzierungsarten wurden weitere Arten bei den mittelständischen Konzernen der Region identifiziert. Vor allem die Finanzierung durch Wertpapiere und Gesellschafterdarlehen wurde bei den untersuchten Unternehmen häufig genutzt und bedarf daher einer genaueren Untersuchung. Wie wichtig die Gesellschafterdarlehen für die Unternehmen sind, sollte untersucht werden. Ebenso sollten die Beweggründe für die Finanzierung über Wertpapiererträge untersucht werden. Die Korrelation zwischen Finanzierungsarten und Marktzinssatz könnte aus strategischen Gründen interessant sein. Es konnte herausgefunden werden, dass mittelständische Konzerne die verschärften Regelungen durch Basel III ernst nehmen und Alternativen suchen. Diese Alternativen sind momentan noch nicht die innovativen Finanzierungsmittel am Markt wie Crowdfunding oder Finetrading. Unter Umständen wäre es ratsam, dass innovative Finanzierungsmethoden mehr in Betracht gezogen werden, um in Zukunft weiterhin gut aufgestellt zu sein. Insgesamt nutzen die untersuchten Unternehmen eher risikoarme Finanzierungsarten. Diese Erkenntnisse und die generell gute Aufstellung der untersuchten Unternehmen, geben eine solide Basis für die Wirtschaftsregion Osnabrück.

Literatur

- Achleitner, A., Everling, O. (2007). *Finanzrating: Gestaltungsmöglichkeiten zur Verbesserung der Bonität*. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Alt, J., Kaschny, M. (2015). *Alternative Finanzierungsformen im Mittelstand*. Lohmar: Josef Eul Verlag.
- Bitz, M., Stark, G. (2009). *Finanzdienstleistungen*. München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag.
- Busse von Colbe, W. et al. (2011). *Betriebswirtschaft für Führungskräfte*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Deloitte & Touch GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (2012). *Studie: Finanzierung im Mittelstand*. Heruntergeladen von: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/Mittelstand/Finanzierung-im-Mittelstand.pdf> (14.01.2017).
- Deutsche Bundesbank (2014). *Monatsbericht Dezember 2014*. Frankfurt a.M.: Verlag der Deutschen Bundesbank.
- Deutscher Sparkassen- und Giroverband (2017). *Diagnose Mittelstand 2017*. Berlin. Heruntergeladen von: https://www.dsgv.de/de/presse/diagnose_mittelstand_2017.html (30.10.2017).
- Ekkenga, J., Schröer, H. (2014). *Handbuch der AG-Finanzierung*. Köln: Karl Heymanns Verlag.
- Erben, S. (2009). *Finetrading – Vorschuss vom Zwischenhändler*. Heruntergeladen von: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/mittelstand/finetrading-vorschuss-vom-zwischenhaendler/3318816.html> (14.01.2017).
- Grunow, H., Figgenger, S. (2006). *Handbuch moderne Unternehmensfinanzierung: Strategien zur Kapitalbeschaffung und Bilanzoptimierung*. Berlin: Springer-Verlag.
- Kreditanstalt für Wiederaufbau (2017). *KfW-Mittelstandspanel 2017*, Frankfurt: Heruntergeladen von: [pöühttps://www.kfw.de/KfW-Konzern/KfW-Research/KfW-Mittelstandspanel.html](https://www.kfw.de/KfW-Konzern/KfW-Research/KfW-Mittelstandspanel.html) (9.11.2017).
- Hoffmann, W.-D./Lüdenbach, N. (2016). *NWB-Kommentar Bilanzierung*. Herne: NWB-Verlag.
- Schwethelm, C. (2014). *Crowdinvesting als Finanzierungsalternative für mittelständische Unternehmen*. Göttingen: VWA Göttingen.
- Spohr, F. (2014). *Handelsblatt: Alternativen zum Kredit der Hausbank – Maschine zur Miete*.

- Wirtschaftskammer Österreich (Hrsg.) (2016). *Leasing – Eine Alternative zum Kredit*. Heruntergeladen von: <https://www.gruenderservice.at/Content.Node/gruenden/Finanzierung-und-Foerderung/Alternative-Finanzierungen/Leasing.html> (14.01.2017).
- Wirtschaftswoche (Hrsg.) (2014). *Unternehmensfinanzierung Mittelständler pfeifen auf Bankkredite*. Abrufbar unter: <http://www.wiwo.de/unternehmen/mittelstand/unternehmensfinanzierung-mittelstaendler-pfeifen-auf-bankkredite-/10057268.html> (4.01.2017).
- Wöhe, G. et al. (2013). *Grundzüge der Unternehmensfinanzierung*. München: Vahlen.

Cytowanie

- Meeh-Bunse, G., Welling, M. (2017). Finanzierungstrends Mittelständischer Konzerne auf Basis der Konzernrechnungslegung – Eine Kritische Analyse am Beispiel der Region Osnabrück. *Współczesne Finanse. Teoria i Praktyka*, 1 (2), 35–44. DOI: 10.18276/wf.2017.1-04.

Czynniki optymalizacji struktury kapitału. Praktyczna weryfikacja

JOWITA PIĄTKOWSKA

mgr, Katedra Finansów Przedsiębiorstw i Ubezpieczeń Gospodarczych
Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
e-mail: jowita.piatkowska@gmail.com

SŁOWA KLUCZOWE struktura kapitału, koszt kapitału, wartość przedsiębiorstwa, optymalna struktura kapitału

STRESZCZENIE Problem struktury kapitału jest jednym z głównych problemów decyzyjnych każdego przedsiębiorstwa. Wybór struktury kapitału z uwzględnieniem relacji kapitału pożyczkowego oraz kapitału własnego zależy zarówno od zewnętrznych, jak i wewnętrznych uwarunkowań z założeniem, że każde przedsiębiorstwo indywidualnie tworzy relacje kapitałowe. W artykule uwzględniono relacje kapitałowe przedsiębiorstw z wyróżnieniem struktury kapitałowej w wybranych polskich spółkach. *Cel* – próba ustalenia optymalnej struktury kapitału wybranych spółek akcyjnych oraz jej weryfikacja w praktyce gospodarczej.

Metodologia – podstawą jest optymalizacja struktury kapitału z uwzględnieniem zróżnicowania udziału kapitału własnego i obcego, co wpływa w różnym stopniu na uzyskanie optymalnej struktury kapitału przedsiębiorstwa. Do ustalenia optymalnej struktury kapitału wykorzystano dodatek Excela, jakim jest Solver, za pomocą którego wyznaczono docelową strukturę. Zastosowano również metodę badań literaturową teoretyczno-empiryczną bazującą na krytycznej ocenie literatury oraz analizie rzeczywistej struktury wybranych spółek giełdowych.

Wynik – badania dla wybranych spółek przedstawiają w artykule strukturę kapitału oraz jej optymalizację. Na podstawie próby badawczej wyciągnięto wnioski, że niektóre spółki mają zbliżoną do optymalnej strukturę kapitału.

Oryginalność/wartość – artykułu przedstawiono za pomocą narzędzi ustalenia optymalnej struktury kapitału przy wykorzystaniu dostępnych danych finansowych oraz wybranych wskaźników finansowych.

Factors of Optimal Capital Structure. Practical Verification

KEYWORDS capital structure, cost of capital, company value, optimal capital structure

ABSTRACT The capital structure plays a significant role in each company's corporate financial strategy. The choice of the capital structure, taking into account the share of equities and liabilities, depends on external and internal conditions, provided that each company creates capital relations on its own. In the article, author put special emphasis on capital structure in selected polish companies.

Purpose – the attempt to discover optimal capital structure of chosen joint-stock companies and its verification in business practice.

Research methodology – is based on optimal capital structure taking into account the share of equity and liabilities which influence attaining optimal capital structure to a different degree. In order to find the optimal capital structure, the excel add-in was used, Solver, which enabled establishing the

final structure. The article is based on available literature referring to the field of research and the analysis of actual capital structure of chosen joint-stock companies.

Findings – present both, capital structure as well as, its optimization for the chosen companies in the article. Based on the conducted research one may assume that some of the companies have the capital structure close to the optimal one.

Originality/Value – the article has been created based on the available financial data and selected financial indicators with the tools used for creating optimal capital structure using

Wprowadzenie

Wybór struktury kapitału to istotny problem decyzyjny w każdym przedsiębiorstwie. W literaturze struktura kapitału rozpatrywana jest z uwzględnieniem wielu zagadnień związanych z ryzykiem finansowym, oceną kosztu kapitału, rozwiązaniami podatkowymi. W analizach uwzględnia się nie tylko czynniki decydujące o strukturze kapitału, lecz również związek z wartością rynkową przedsiębiorstwa oraz ekonomiczną.

Przedsiębiorstwo, w zależności od swoich potrzeb, wymaga różnych źródeł finansowania, które są niezbędne do zapewnienia płynności finansowej, ciągłości w prowadzeniu działalności oraz rozwoju. Potrzeby kapitałowe mogą być finansowane kapitałem własnym lub obcym. Źródła te cechują odmienne warunki pozyskania kapitału oraz koszty finansowe. Przedsiębiorstwo stara się pozyskać źródła finansowania, wybierając najkorzystniejsze warunki. Kryteria oraz czynniki uwzględniane przez podmioty gospodarcze są zróżnicowane, wybór zależy od zarządzających.

W literaturze scharakteryzowano wiele teorii dotyczących struktury kapitału. Teorie te głównie skupiają się na powiązaniu z teorią agencji, kosztami bankructwa czy też rozwiązaniami podatkowymi. W artykule przyjęto, że dominującą jest teoria substytucji.

Celem artykułu jest próba ustalenia zbliżonej do optymalnej struktury kapitału oraz weryfikacja wybranych spółek ze względu na korzyści, jakie pojawiają się z zadłużenia przedsiębiorstwa. Kapitał obcy stwarza możliwość wykorzystania tarczy podatkowej w przedsiębiorstwie, co wynika z tego, że odsetki stanowią koszt uzyskania przychodu w rozwiązaniach podatkowych. Powoduje to obniżenie efektywnego wykorzystania kosztu kapitału obcego oraz zmniejszenie podstawy opodatkowania.

1. Struktura kapitału jako problem decyzyjny

Teoria substytucji dowodzi, że istnieje optymalna struktura kapitału, która wpływa na wartość rynkową przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo dąży do maksymalizacji wartości rynkowej oraz jak najniższych kosztów. W teorii struktury kapitału ważną rolę odgrywa teoria substytucji. Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa występuje dzięki dążeniu do optymalnej struktury kapitału. Do celu strategicznego, jakim jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa, poszukiwane jest optimum kapitałowe. Przez prawidłowe zarządzanie finansami przedsiębiorstwo dąży do optymalnej struktury kapitału, przy jednoczesnym wzroście wartości przedsiębiorstwa (Grzywacz, 2012, s. 136–139).

Teoria substytucji koncentruje się przede wszystkim na wskazaniu optymalnej struktury kapitału, z uwzględnieniem odsetkowych korzyści podatkowych z kosztami trudności

finansowych. Korzyści występujące z finansowania kapitałem obcym wiążą się z wykorzystaniem tarczy podatkowej, natomiast koszty te wynikają z możliwości wystąpienia trudności finansowych wskutek wzrostu ryzyka finansowego przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo czerpie korzyści z kapitałów obcych w postaci odsetkowej tarczy podatkowej, to one powodują wzrost kosztów bankructwa i agencji. Koszty bankructwa pojawiają się, gdy przedsiębiorstwo nie jest w stanie regulować swoich zobowiązań wobec wierzycieli (Haugen, Senbet, 1978, s. 384). Powiązane są z powstaniem dodatkowych wydatków w spółce oraz powodują wzrost średniego kosztu kapitału oraz spadek rynkowych cen akcji (Jerzemowska, 1999, s. 100).

Optymalna struktura kapitału zapewnia ponadto maksymalną wartość rynkową przedsiębiorstwa przy jednoczesnym minimalizowaniu średniego ważonego kosztu kapitału (WACC) (Kołosowska, Tokarski, Tokarski, Chojnacka, 2014, s. 98). W teorii substytucji wyznaczany jest również optymalny poziom wskaźnika dźwigni finansowej, czyli relacji kapitału obcego do kapitału własnego (Fan, Titman, Twite, 2012, s. 43), przy czym nie są istotne źródła kapitału własnego (wewnętrzne lub zewnętrzne) (Łukasik, Naczyński, 2015, s. 76).

W wyborze struktury kapitału ważną rolę odgrywa jego koszt. Jest to kategoria ekonomiczna, która pozwala na uwzględnienie w decyzjach inwestycyjnych dochodów właścicieli oraz korzyści wierzycieli (Bielawska, 2014, s. 25). Z punktu widzenia kapitałodawców koszt kapitału rozumiany jest jako oczekiwana stopa zwrotu przy danym poziomie ryzyka (Fan, Titman, Twite, 2012, s. 48). Dla wierzycieli jest to wymagana stopa zwrotu, przy której są w stanie zaangażować swój kapitał w przedsiębiorstwo. Dla właścicieli natomiast jest to minimalna stopa zwrotu, jaką powinni uzyskać z zainwestowanego kapitału (Czekaj, Dresler, 2008, s. 91).

Koszt kapitału dłużnego ustalany jest na podstawie oprocentowania skorygowanego o efekt tarczy podatkowej. W celu ustalenia kosztu kapitału własnego wykorzystywany jest model CAPM. Określany jako model równowagi rynkowej, z uwzględnieniem takich czynników jak: stopa zwrotu wolna od ryzyka, premia za ryzyko rynku akcji oraz współczynnik β (zob. Toni, 2016, s. 121). Najczęstszą metodą wykorzystywaną do modelu wyceny aktywów β jest oszacowanie na podstawie modelu regresji pomiędzy stopą zwrotu z wybranej spółki a rynkową stopą zwrotu (Mugosa, 2015, s. 85).

Współczynnik β przedstawia zmienność cen akcji analizowanego przedsiębiorstwa z uwzględnieniem zmienności całego indeksu rynkowego. W strukturze kapitału wpływa na wartość średnioważonego kosztu kapitału (WACC), wykorzystanego w gospodarce dla wyceny wartości przedsiębiorstwa oraz w koncepcji zarządzania wartością firmy.

W celu wyznaczenia optymalnej struktury kapitału niezbędne jest wyznaczenie współczynnika dźwigni finansowej. W literaturze opisano wiele definicji związanych z pojęciem dźwigni finansowej. W polskiej literaturze finansowej przytoczono definicję, według której dźwignia finansowa występuje, gdy przedsiębiorstwo zaciąga oprocentowane zobowiązania. Jej głównym celem jest podwyższenie wskaźnika rentowności kapitału własnego ROE w porównaniu z sytuacją, w której przedsiębiorstwo jest finansowane wyłącznie kapitałem własnym (Duliniec, 2011, s. 90). Z definicji można wyciągnąć wniosek, że celem wykorzystania przez przedsiębiorstwo kapitałów obcych jest wzrost stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE).

Dźwignia finansowa wymaga zachowania warunku dodatniego efektu dźwigni finansowej. Warunkiem osiągnięcia pozytywnego efektu dźwigni finansowej jest to, że stopa zwrotu z całego zainwestowanego kapitału mierzonego wynikiem operacyjnym (ROIC) jest wyższa od

kosztu kapitału obcego. Kapitał obcy rozumiany jest tutaj jako wykorzystanie dłużnych papierów wartościowych oraz kredytów i innych pożyczek oprocentowanych. (Duliniec, 2011, s. 88).

W praktyce osiągnięcie optymalnej struktury kapitału jest zadaniem bardzo trudnym. Pojawia się wiele zdarzeń niemożliwych do przewidzenia, które w znacznym stopniu utrudniają osiągnięcie optymalnej struktury kapitału. Ponadto nie istnieje jedna, stała, optymalna struktura kapitału dla wszystkich przedsiębiorstw, ponieważ sytuacja finansowa, indywidualne ryzyko operacyjne oraz otoczenie rynku, w którym działa, tworzy indywidualne szanse osiągnięcia optymalnej struktury.

Teoria substytucji potrzebuje weryfikacji w polskiej gospodarce rynkowej. Weryfikacja polega na próbie ustalenia zbliżonej do optymalnej struktury kapitału oraz porównania z rzeczywistą strukturą wybranych spółek. Celem przedstawionych badań jest ocena, czy wybrane przedsiębiorstwa w naszej gospodarce w pełni wykorzystują optymalną strukturę kapitału oraz w jakim stopniu wykorzystują dźwignię finansową w celu uzyskania wyższej stopy zwrotu z kapitału własnego (zgodnie z założeniami dodatniego efektu dźwigni finansowej). Do badań wykorzystano wybrane spółki z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

2. Praktyczna weryfikacja optymalnej struktury kapitału

W analizie wykorzystano spółki z Indeksu WIG20 z Polskiej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. W pierwszej kolejności odrzucono spółki z sektora finansowego oraz ubezpieczeniowego. Następnie losowo wybrano spółki z różnych sektorów (paliwowego, energetycznego, odzieżowego i informatycznego). W analizie wzięły udział takie spółki, jak: Asseco Poland SA, CCC, PGE SA, PKN Orlen oraz LPP. Dla wszystkich analizowanych spółek ustalono zbliżoną do optymalnej strukturę kapitału na podstawie danych z 31.12.2015 roku.

Do analizy niezbędne jest wyznaczenie średnioważonego kosztu kapitału. W artykule przyjęto założenie do wyceny kosztu kapitału własnego zgodnego z modelem CAPM. Współczynnik β obliczono dla poszczególnych spółek na podstawie tygodniowych prostych stóp zwrotu w okresie od 29 stycznia 2010 roku do 29 stycznia 2016 roku wraz z indeksem giełdowym WIG20.

Do ustalenia kosztu kapitału własnego dla wszystkich analizowanych spółek przyjęto stopę wolną od ryzyka jako obligacja dziesięcioletnia Skarbu Państwa. Obligacje dostępne są w sprzedaży od 1 kwietnia 2017 do 30 kwietnia 2017 roku, z oprocentowaniem 2,70% (<http://www.obligacjeskarbowe.pl/oferta-obligacji/obligacje-10-letnie-edo/edo0427/>). Ze względu na brak danych w bilansie oraz rachunku zysków i strat związanym z wyznaczeniem kosztu kapitału obcego przyjęto oprocentowanie kredytu, jako stałe dla każdej spółki o wysokości 5,79%¹.

Z powodu zmienności, jaka występuje w gospodarce, wystąpił problem z uzyskaniem stopy zwrotu z inwestycji dla portfela rynkowego. W celu próby ustalenia optymalnej struktury kapitału przyjęto stopę zwrotu w wysokości 10% (Ranosz, 2017, s. 83), oszacowaną na podstawie WIG-u (Ranosz, 2017 s. 83).

Po uzyskaniu wszystkich niezbędnych danych obliczono koszt kapitału własnego na podstawie poniższego wzoru, a obliczenia przedstawiono w tabeli 1.

¹ Wartość pozyskana z artykułu: <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Ta-sama-marza-inna-rata-kredytu-2339121.html>.

Tabela 1. Koszt kapitału własnego oraz obcego (%)

Rodzaj kapitału	Asseco Poland	CCC	PGE SA	PKN Orlen	ENEA SA	LPP
Kapitał własny	7,310	7,503	8,429	11,271	8,639	7,770
Kapitał obcy	4,690	4,690	4,690	4,690	4,690	4,690

Źródło: opracowanie własne.

W kolejnym etapie na podstawie kosztu kapitału własnego oraz obcego obliczono średnioważony koszt kapitału. W celu ustalenia optymalnej struktury kapitału posłużono się dodatkiem Excela – Solver. Do celów analizy wykorzystano następujące założenia:

- udział kapitału własnego do zobowiązań ma być większy bądź równy jedności,
- suma udziału kapitału własnego w pasywach oraz udziału długu w pasywach ma być równa jedności,
- kapitał własny wraz z długoterminowymi zobowiązaniami w pełni pokrywają aktywa trwałe.

Ponadto suma bilansowa pozostała bez zmian po wyznaczeniu zbliżonej do optymalnej struktury kapitału.

W tabeli 2 przedstawiono strukturę kapitału przed i po optymalizacji. Niektóre spółki cechuje zbliżona do optymalnej struktura kapitału – zaliczają się do nich CCC, PKN Orlen oraz LPP. Optymalizacja w tych spółkach niewiele zmieniła w średnioważonym koszcie kapitału, jak i przy wartościach kapitału własnego czy zobowiązań. Spółki te w pełni wykorzystują szanse, jakie daje im rynek finansowy, akceptując ryzyko w dłuższym okresie. Spółki te stawiają na rozwój, uwzględniając zmiany strukturalne. W przedsiębiorstwach tych zbliżony jest udział kapitału własnego oraz zobowiązań w sumie bilansowej. Taka struktura pozwala na minimalizowanie kosztów w przedsiębiorstwie, natomiast zwiększa ryzyko utraty płynności, co w konsekwencji może doprowadzić do bankructwa w przedsiębiorstwie.

Spółki PGE SA oraz Asseco Poland utrzymują strategię defensywną. Przedsiębiorstwa te starają się utrzymać wiarygodność oraz pozycję rynkową w aktualnej strukturze, minimalizując ryzyko oraz neutralizując zagrożenia. Celem ich strategii jest stabilizacja wartości ekonomicznej oraz rynkowej, wraz z przetrwaniem na rynku. Przedsiębiorstwa te dokonały wyboru strategii, która pozwala tak ukształtować strukturę kapitału, by uniknąć wszelkich zagrożeń płynących z rynku finansowego za sprawą struktury kapitałowej. Podmioty cechuje znaczny udział kapitału własnego w pasywach w porównaniu do zobowiązań. Spółki nie wykorzystują w pełni efektu dźwigni finansowej, które mogłyby ograniczyć koszty, na jakie narażone jest przedsiębiorstwo, natomiast poprzez zróżnicowanie źródeł finansowania spółki te utrzymują bezpieczną sytuację finansową.

Tabela 2. Optymalizacja struktury kapitału na podstawie wybranych spółek

	Asesco Poland		CCC		PGE		PKN Orlen		LPP	
	Rzeczywista struktura	Po optymaliz.	Rzeczywista struktura	Po optymaliz.	Rzeczywista struktura	Po optymaliz.	Rzeczywista struktura	Po optymaliz.	Rzeczywista struktura	Po optymaliz.
Kapitał własny w tys. zł										
Kapitał własny	8 342 900	6 470 398	1 123 630	1 036 000	40 417 000	36 290 989	24 244 000	24 068 498	1 889 743	1 782 588
Zobowiązania ogółem	3 709 200	5 581 702	948 400	1 036 000	20 879 000	25 005 011	23 893 000	24 068 502	1 675 430	1 782 588
Zobowiązania długoterminowe	1 324 600	1 324 600	170 023	170 023	13 295 000	13 295 000	10 227 000	10 227 000	1 875 584	1 875 584
Pasywa ogółem	12 052 100	12 052 100	2 072 000	2 072 000	61 296 000	61 296 000	48 137 000	48 137 000	3 565 173	3 565 173
Kapitał własny/pasywa (%)	69,22	54,00	54,23	50,00	65,94	59,21	50,36	50,00	53,01	50
Zobowiązania/pasywa (%)	30,78	46,00	45,77	50,00	34,06	40,79	49,64	50,00	46,99	50,00
WACC (%)	6,84	6,61	6,72	6,65	7,53	7,35	8,55	8,53	7,30	7,21
Kapitał własny/zobowiązania	2,2492	1,1592	1,1848	1,0000	1,9358	1,4513	1,0147	1,00000	1,1279	1,0000
Kapitał obcy/kapitał własny	0,4446	0,8627	0,8441	1,0000	0,5166	0,6890	0,9855	1,00000	0,8866	1,0000
Aktywa trwałe/kapitał własny + zobowiązania długoterminowe	0,8063	1,0000	0,7114	0,7631	0,9232	1,0000	0,7938	0,7978	0,4772	0,4912

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych z 31.12.2015 roku.

Podsumowanie

W artykule próbowano uzasadniać rolę optymalnej struktury kapitału, znaczenie oraz wykorzystanie w przedsiębiorstwie optymalizacji struktury kapitału. Dokonano próby ustalenia odpowiedniej relacji kapitału w przedsiębiorstwie. Metodologia wykonana jest przez odpowiedni udział kapitału własnego oraz obcego w sumie bilansowej.

Analizując wybrane spółki kapitałowe oraz tworząc ich strukturę zbliżoną do optymalnej, zaproponowano prawidłowy udział finansowania kapitałem własnym oraz zobowiązaniami w zależności od średnioważonego kosztu kapitału oraz aktywów trwałych. Dla spółek wyznaczono proporcjonalny podział między kapitałem własnym a obcym, co może świadczyć o dość dużym ryzyku związanym z utratą płynności w przedsiębiorstwie, natomiast większą liczbę analizowanych spółek cechuje proporcjonalny podział kapitału, co może świadczyć o racjonalnym podejściu.

Duże spółki mają możliwość wykorzystania strategii ofensywnej, co skutkuje pełnym wykorzystaniem dźwigni finansowej, a to w konsekwencji doprowadza do wzrostu wskaźników rentowności. Przedstawione wyniki badań pozwalają na sformułowanie tezy, że niektóre analizowane przedsiębiorstwa mają optymalną strukturę, natomiast mniejsze spółki, nie mają dostępu do względnie niskiego oprocentowania kapitału obcego, co więcej nie mają wystarczającej zdolności kredytowej, by uzyskać optymalną strukturę za pomocą kapitału obcego.

W strategii finansowej przedsiębiorstw struktura kapitału odgrywa szczególną rolę, wpływając na stopień podejmowanego ryzyka finansowego. Poszukiwanie optymalnej struktury kapitałowej to jedna z najważniejszych decyzji uczestników rynku finansowego. Ważne jest więc pytanie, w jakim stopniu struktura kapitału powinna uwzględniać udział kapitału własnego, a w jakim kapitału obcego. W artykule zaprezentowano podstawowe elementy teorii struktury kapitału z próbą oceny jej wpływu na wartość rynkową przedsiębiorstw na polskim rynku kapitałowym.

Przeanalizowana optymalizacja na pewno wymaga udoskonalenia w postaci ryzyka bankructwa oraz podziału na zobowiązania długoterminowe oraz krótkoterminowe, lecz dla potrzeb weryfikacji optymalnej struktury kapitału jest wystarczający. Założenia przedstawione w artykule wydają się wystarczające dla potrzeb analizy.

Literatura

- Bielawska, A. (red.) (2014). *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*. Warszawa: C.H. Beck.
- Czekaj, J., Dresler, Z. (2008). *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Duliniec, A. (2011). *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*. Warszawa: PWE.
- Fan, J.P., Titman, S., Twite, G. (2012). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47 (1), 23–56. DOI:10.1017/S0022109011000597.
- Grzywacz, J. (2012). *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*. Warszawa: Wydawnictwo SGH.
- Haugen, R.A., Senbet, L.W. (1978). The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital. Structure. *The Journal of Finance*, 2 (33), 384.
- Jerzemska, M. (1999). *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Kołosowska, B., Tokarski, A., Tokarski, M., Chojnacka, E. (2014). *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*. Wydawnictwo Wolters Kluwer.

- Łukasik, G., Naczyński, D. (2015). Rola struktury kapitału w kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa (elementy teorii, doświadczenia praktyki). *Ekonomika i organizacja gospodarki żywnościowej. Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie*, 112, 76.
- Mugosa, A. (2015). The determinants of capital structure choice: Evidence from Western Europe. Faculty of Economics, University of Montenegro, Republic of Montenegro.
- Ranosz, R. (2017). *Analiza struktury i kosztu kapitału w przedsiębiorstwach górniczych*. DE GRUYTER OPEN.
- Vide T. (2016). Does it pay to be good? An analysis of vice and virtue stock performance in the Eurozone. *Journal of Banking and Financial Economics*, 2 (6), 121.

Cytowanie

- Piátkowska, J. (2017). Czynniki optymalizacji struktury kapitału. Praktyczna weryfikacja. *Współczesne Finanse. Teoria i Praktyka*, 1 (2), 45–52. DOI: 10.18276/wf.2017.1-05.

Fundusze pożyczkowe i poręczeniowe a małe i średnie przedsiębiorstwa – wzajemne interakcje

ROBERT WOLAŃSKI

dr hab., Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania
rwolanski@wz.uw.edu.pl

SŁOWA KLUCZOWE MŚP, pożyczka, poręczenie, fundusz

ABSTRAKT

Przedmiotem artykułu są powiązania funduszy poręczeniowych i pożyczkowych z mikro-, małymi i średnimi przedsiębiorstwami (MŚP). Celem opracowania jest określenie wzajemnych relacji tych dwóch grup podmiotów, wynikających z zakresu współpracy, postawy i działań.

Do realizacji celu, jako metody badawcze, wykorzystano analizę:

- dostępnej literatury, w tym badań innych autorów,
- danych statystycznych,
- MŚP dotyczącą powiązań MŚP z funduszami poręczeniowymi i pożyczkowymi,
- funduszy pożyczkowych i poręczeniowych dotyczącą ich postawy wobec MŚP,
- oferty funduszy pożyczkowych i poręczeniowych.

Za wynik tej analizy należy przyjąć potwierdzenie następujących tez:

- ogół MŚP w niewielkiej skali wykorzystuje narzędzia finansowe, jakimi są poręczenia i pożyczki, natomiast formy te mają duże znaczenie dla mikro- i małych przedsiębiorstw, które zdecydowały się z nich korzystać,
- dobre dopasowanie oferty funduszy do specyfiki MŚP, przejawiające się uwzględnieniem ich cech,
- bierna postawa MŚP wobec pozyskania środków z funduszy, wynikająca przede wszystkim z braku wiedzy.

W artykule wykorzystano jako podstawowe narzędzie analizy różne metody badawcze oraz źródła badawcze w celu określenia relacji funduszy pożyczkowych i poręczeniowych z sektorem MŚP.

Loan and Guarantee Funds in Relation to Micro, Small and Medium-Sized Enterprises - Interactions

KEYWORDS

SMEs, loan, guarantee, fund

ABSTRACT

The article discusses the problem of the link between guarantee and loan funds with micro, small and medium-sized enterprises (SMEs). The purpose of this article is to determine the relationship of these two groups of entities to each other, resulting from the scope of cooperation, attitude, action.

To realize the purpose of article, as a research method, used the analysis of available literature, including studies by other authors, statistical data, SME survey of SMEs connection with guarantee and loan funds, survey of loan and guarantee funds for their attitudes towards SMEs, study the offer of loan and guarantee funds.

As the result of the article is the verification of following thesis:

- small scale use of guarantees and loans by all SMEs, but their high importance for micro and small enterprises, which use from these forms,
- funds offer a good fit to the specificity of SMEs, manifested in regard to their characteristics,

- passive attitude of SMEs to obtain funds, resulting primarily from a lack of knowledge. The originality of the article manifests itself in the use of various research methods, from various sources, to determine the mutual relationship of loan and guarantee funds with the SME sector.

Wprowadzenie

Współdziałanie banków z MŚP w zakresie udzielania kredytów wskazuje na wiele ograniczeń i trudności w dostępie małych i średnich przedsiębiorstw do tego źródła finansowania (Bławat, 2004; Nogalski, Karpacz, Wójcik-Karpacz, 2004; Poznańska, 1998). W konsekwencji pojawia się przestrzeń, którą zagospodarowują organizacje pozabankowe, które decydują się na finansowanie MŚP, przyczyniając się do zmniejszenia luki finansowej w tym sektorze (Bernat, 2015). Wśród tych organizacji występują fundusze pożyczkowe, bezpośrednio udzielając im wsparcia finansowego oraz fundusze poręczeniowe, które poręczając kredyt lub pożyczkę, w konsekwencji umożliwiają ich zaciągnięcie. Oferta tych funduszy jest skierowana bezpośrednio do niewielkich przedsiębiorstw, stąd relacje między nimi należy uznać za kluczowe dla lepszego dopasowania do siebie podmiotów z obu tych sektorów. Badaniu poddano relacje między nimi, uwzględniając następujące aspekty:

- liczbę i wartość udzielonych poręczeń i pożyczek jako wyznacznik znaczenia funduszy poręczeniowych i pożyczkowych dla MŚP,
- badanie uzyskanych efektów wykorzystania pożyczek i poręczeń przez MŚP jako wyznacznika znaczenia funduszy poręczeniowych i pożyczkowych dla tych firm,
- dopasowanie do specyfiki MŚP oferty funduszy poręczeniowych i pożyczkowych,
- postawę wobec siebie obu grup podmiotów.

Badanie relacji między funduszami a MŚP przeprowadzono na podstawie następujących źródeł:

- analizy dostępnej literatury, w tym badań innych autorów, poświęconej powiązaniom MŚP z funduszami pożyczkowymi i poręczeniowymi,
- badania danych statystycznych dotyczących stopnia korzystania MŚP z pożyczek i poręczeń, oferowanych przez fundusze pożyczkowe i poręczeniowe,
- badania dotyczące powiązań MŚP z funduszami poręczeniowymi i pożyczkowymi (przeprowadzonego przez autora artykułu),
- badania funduszy pożyczkowych i poręczeniowych dotyczących ich postawy wobec MŚP (przeprowadzonego przez autora artykułu),
- badania oferty funduszy pożyczkowych i poręczeniowych (przeprowadzonego przez autora artykułu).

Badanie własne autora artykułu było realizowane techniką wywiadów bezpośrednich w MŚP, wspomaganych komputerowo (CAPI). Realizowane było na próbie 223 przedsiębiorstw, wśród których 99 to mikroprzedsiębiorstwa, 70 podmiotów – małe przedsiębiorstwa i 54 podmioty – średnie przedsiębiorstwa. Ze względu na lokalizację działalności i sektor działalności, badanie należy uznać za reprezentatywne. Z uwagi na liczbę respondentów i rozmiar terenu objęty analizą, zebranie ankiet zlecono firmie badawczej. Ankiety zebrano w okresie od 10 maja do 10 czerwca 2010 roku. Ze względu na to, że struktura próby nie odzwierciedlała struktury populacji pod względem wielkości przedsiębiorstwa, aby umożliwić prezentację wyników i nadać próbie charakter reprezentatywny, zastosowano procedurę ważenia wyników.

W odniesieniu do funduszy pożyczkowych i poręczeniowych tematem badania była ich opinia w stosunku do MŚP oraz własnej postawy wobec tych przedsiębiorstw. W ankiecie pytano m.in. o działania podjęte celem dostosowania oferty do sektora MŚP, jak również o mocne i słabe strony współpracy. Przedmiotem badania była ocena wzajemnych relacji między sektorem MŚP a funduszami. Badanie realizowano techniką wywiadów telefonicznych wspomaganych komputerowo (CATI). Czas trwania wywiadu wynosił około 10 minut. Wywiady zrealizowano w okresie od czerwca do września 2010 roku.

Badaniem objęto również ofertę funduszy, czyli rzeczywiste warunki uzyskania poręczeń lub pożyczek przez MŚP, na dzień 1 września 2016 roku. Analizie poddano 20 ofert funduszy poręczeniowych oraz 20 funduszy pożyczkowych, przyjmując za kryterium wielkość funduszu liczoną wysokością kapitału.

1. Fundusze pożyczkowe i poręczeniowe – pojęcie i funkcje

Instytucja funduszy pożyczkowych i poręczeniowych w literaturze przedmiotu jest najczęściej definiowana jako (Janc i Waliszewski 2014):

- instytucje mikrofinansowe umożliwiające pozyskanie niewielkiego wsparcia finansowego, głównie mikroprzedsiębiorcom rozpoczynającym lub prowadzącym działalność gospodarczą na niewielką skalę (Bartkowiak i in., 2006; Alińska, 2008),
- parabanki udzielające pożyczek firmom z sektora MŚP lub umożliwiające dostęp do pożyczek i kredytów na rynku finansowym,
- instytucje otoczenia biznesu o charakterze niekomercyjnym, będące w orbicie zainteresowań najmniejszych podmiotów gospodarczych.

Powyższe definicje wskazują na istotną funkcję funduszy, jaką jest poprawa dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania przez możliwość uzyskania pożyczki lub skorzystania z poręczenia firm z sektora MŚP. Drugoplanową funkcją jest pobudzanie przedsiębiorczości poprzez doradztwo oraz tworzenie historii kredytowej (Mikołajczyk, 2007).

2. Stopień korzystania z funduszy pożyczkowych i poręczeniowych przez małe i średnie przedsiębiorstwa

Znaczenie i efekty działalności funduszy lokalnych i regionalnych oraz ich aktywność obrazują dane na temat wartości kapitału funduszy oraz liczba i wartości udzielonych poręczeń. Dane na ten temat za lata 1994–2015 przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1. Wyniki działalności funduszy poręczeniowych w latach 1994–2015

	1994–1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
LF	b.d.	17	17	24	39	50	61	54	53	51
Wartość kapitałów funduszy (mln zł) i dynamika (%)										
W	b.d.	30,6	37,1	35,9	92,9	133,9	186,7	288,4	443,0	588,6
D	b.d.	b.d.	21,2	–3,2	158,8	44,1	39,4	54,5	53,6	32,9
Liczba udzielonych poręczeń i dynamika (%)										
L	989	434	425	415	810	1,534	2,212	3,101	4,611	5,312

	1994–1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
D	b.d.	b.d.	–2,1	–2,4	95,2	89,4	44,2	40,2	48,7	15,2
Wartość udzielonych poręczeń (mln zł) i dynamika (%)										
W	48,1	26,6	23,4	23,1	47,6	85,6	132,8	221,8	401,5	599,9
D	b.d.	b.d.	–12,0	–1,3	106,1	79,8	55,1	67,0	81,0	49,4
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Suma	
LF	49	45	47	51	49	48	45	44	–	
Wartość kapitałów funduszy (mln zł) i dynamika (%)										
W	605,7	701,3	992,2	1035,4	1104,7	1222,6	1171,8	1127,0	–	
D	2,9	15,8	41,5	4,4	6,7	10,7	–4,2	–3,8	–	
Liczba udzielonych poręczeń i dynamika (%)										
L	5,684	6,568	7,144	6,118	5,678	6,175	5,578	6,336	69,124	
D	7,0	15,5	8,8	–14,4	–7,2	8,8	–9,7	13,6	–	
Wartość udzielonych poręczeń (mln zł) i dynamika (%)										
W	745,3	793,4	869,2	967,0	1190,0	876,7	833,3	923,8	8809,1	
D	24,2	6,5	9,6	11,3	23,1	–26,3	–5,0	10,9	–	

b.d. – brak danych, LF – liczba funduszy, L – liczba, W – wartość, D – dynamika.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raporty o stanie funduszy...* (2002–2016).

Zaprezentowane powyżej dane ukazują znaczny rozwój działalności funduszy lokalnych i regionalnych, szczególnie od 2002 roku. Należy przede wszystkim zwrócić uwagę na przyrost kapitałów, głównie w latach 2002–2013. Ich wysokość faktycznie określa, jaka wartość poręczeń mogła być udzielona. Analizowanemu przyrostowi towarzyszy wzrost znaczenia funduszy na rynku, co obrazuje liczba i wartość udzielonych poręczeń. Należy podkreślić, że od 1994 roku fundusze przyznały 69 124 poręczeń na kwotę 8809,1 mln zł. Oznacza to systematyczny i wysoki wzrost liczby i wartości udzielanych poręczeń od 2002 roku poza nielicznymi wyjątkami.

Fundusze poręczeniowe pośrednio umożliwiają MŚP dostęp do kapitałów. W sposób bezpośredni robią to fundusze pożyczkowe, które dostarczają sektorowi mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw potrzebnych środków na bieżącą działalność i inwestycje. Wyniki działalności funduszy pożyczkowych przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2. Wyniki działalności funduszy pożyczkowych za lata 1994–2015¹

	1994–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Liczba funduszy	b.d.	76	77	81	75	73	71	70
Wartość kapitału funduszy (mln zł)	b.d.	368,3	437,8	558,2	712,5	823,2	946,4	960,8
Dynamika wartości kapitału (%)	b.d.	b.d.	18,9	27,5	27,6	15,3	15,0	1,5
Liczba udzielonych pożyczek (tys.)	71,4	11,5	13,3	16,0	19,5	21,0	19,6	16,7
Dynamika udzielonych pożyczek (%)	b.d.	b.d.	15,7	20,3	21,9	7,7	–6,7	–14,8

1 Duży wpływ na dane za 2009 r. i od 2010 r. ma zaprzestanie działalności pożyczkowej w drugiej połowie 2009 r. przez Fundusz Mikro, jeden z największych podmiotów na rynku funduszy pożyczkowych. Jego znaczenie związane jest z faktem, że udzielał on około 70% wszystkich pożyczek o wartości stanowiącej około 33% ogółu wartości pożyczek. Według danych na 31.12.2009 r. udzielił 130,65 tys. pożyczek z łącznej liczby 188 tys. pożyczek.

	1994–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Wartość udzielonych pożyczek (mln zł)	992,7	174,0	204,4	240,8	370,6	417,5	438,4	333,1
Dynamika wartości (%)	b.d.	b.d.	17,5	17,8	53,9	12,7	5,0	–24,0
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Suma	
Liczba funduszy	70	66	63	65	72	71	–	
Wartość kapitału funduszy (mln zł)	1614,9	1647,6	1983,1	2166,7	2537,8	2706,3	–	
Dynamika wartości kapitału (%)	68,1	2,0	20,4	9,3	17,1	6,6	–	
Liczba udzielonych pożyczek (tys.)	7,6	8,7	8,3	8,1	8,6	8,8	238,1	
Dynamika udzielonych pożyczek (%)	–54,5	14,5	–4,6	–2,4	6,2	2,3	–	
Wartość udzielonych pożyczek (mln zł)	424,3	569,8	639,1	767,5	893,8	878,8	7323,1	
Dynamika wartości (%)	27,4	34,3	12,2	20,1	16,5	–1,7	–	

b.d. – brak danych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów: *Fundusze pożyczkowe...* (2005–2009); *Stan i perspektywy rozwoju...* (2011); *Rynek funduszy pożyczkowych...* (2012–2016).

Działalność funduszy pożyczkowych, podobnie jak poręczeniowych, wykazuje tendencję wzrostową. Przede wszystkim rośnie kapitał funduszy, który może być wykorzystany na pożyczki, wzrasta również wartość udzielonych pożyczek. W latach 2003–2015 kapitał tych instytucji finansowych wzrósł ponad siedmiokrotnie, a wartość pożyczek pięciokrotnie. Z kolei liczba udzielonych pożyczek od 2010 roku utrzymuje się na zbliżonym poziomie.

Przyjmując za podstawę liczbę aktywnie działających MŚP w 2013 roku, która wynosiła 1 768 242 przedsiębiorstw, okazuje się, że w latach 1995–2015 17,4% najmniejszych podmiotów skorzystało z usług funduszy pożyczkowych i poręczeniowych, z czego 3,9% MŚP uzyskało poręczenie, a 13,5% MŚP zaciągnęło pożyczki. Wynika z tego, że średniorocznie tylko około 0,83% MŚP korzysta z poręczeń i pożyczek. W 2015 roku natomiast przyznano 6336 poręczeń i 8800 pożyczek, co oznacza, że skorzystało z nich 0,86% ogółu funkcjonujących mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw. Pomimo wzrostów liczba i wartość udzielonych pożyczek i poręczeń jest nadal na niskim poziomie. Małe i średnie przedsiębiorstwa w niewielkim stopniu korzystają z oferty funduszy. Prezentowane zestawienie wskazuje, że przedsiębiorstwa przejawiają niewielkie zainteresowanie działalnością funduszy (Janc, Waliszewski 2014).

Przeprowadzone przez autora artykułu badanie miało wyjaśnić, dlaczego MŚP w tak niewielkim stopniu korzystają z usług funduszy. Główną przyczyną jest brak takiej potrzeby – na co wskazało 73,5% MŚP w odniesieniu do funduszy poręczeniowych oraz 69,8% MŚP w odniesieniu do funduszy pożyczkowych. Następną przyczyną przy funduszach poręczeniowych było to, że firma nie korzysta z pożyczek i kredytów (7,8% MŚP), natomiast przy funduszach pożyczkowych wskazano na niechęć do korzystania z pożyczek (18,8% MŚP). Powodem był również brak wiedzy na temat funduszy – 5,8% MŚP zwróciło na to uwagę w odniesieniu do funduszy poręczeniowych i 7,3% MŚP w odniesieniu do funduszy pożyczkowych. Należy zauważyć, że przedstawione powyżej przyczyny odpowiadają przyjętej w literaturze przedmiotu strukturze kapitałów w MŚP (Łuczka, 2001, 2013; Kubiak 2005).

3. Efekty wykorzystania pożyczek i poręczeń przez MŚP

Badacze prowadzący analizy wykorzystania pożyczek i poręczeń przez MŚP uzyskali wyniki określające efekty wykorzystania tych środków. Głębszą analizę wykorzystania poręczeń podjęła w swoich badaniach B. Bartkowiak, której ocenę wpływu tych funduszy na funkcjonowanie i rozwój MŚP przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3. Wpływ funduszy poręczeniowych na funkcjonowanie i rozwój mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw (%)

	Nie występuje	Śladowy wpływ	Mały wpływ	Umiarkowany wpływ	Duży wpływ	Decydujący wpływ
Przełamywanie barier w dostępie do finansowania MŚP	0,00	5,17	18,97	25,00	31,03	26,72
Wzmacnianie pozycji rynkowej MŚP	0,00	6,90	11,21	25,86	34,48	29,31
Uzyskanie kredytu bankowego bez wystarczających zabezpieczeń	1,72	2,72	12,07	18,97	35,34	26,72
Wzmocnienie pozytywnej oceny zdolności kredytowej przedsiębiorstwa w ocenie banku	0,86	3,45	7,76	30,17	38,79	20,69
Aktywizowanie bezrobotnych i wsparcie przy zakładaniu nowej działalności gospodarczej	6,03	6,90	17,24	28,45	28,45	17,24
Możliwość finansowania inwestycji przedsiębiorstw	0,00	1,72	11,21	17,24	47,41	25,00
Możliwość finansowania środków obrotowych przedsiębiorstw	0,86	1,72	8,62	27,59	38,79	25,86
Możliwość finansowania w przypadku podwyższonego/wysokiego ryzyka przedsięwzięcia	0,86	6,03	10,34	25,00	37,07	20,69
Inne	0,86	0,86	2,59	10,34	6,90	6,90

Źródło: Bartkowiak (2009), s. 205.

Biorąc pod uwagę wskazania respondentów, na duży i decydujący wpływ funduszy poręczeniowych na rozwój przedsiębiorstwa należy wyróżnić następujące czynniki:

- możliwość finansowania środków obrotowych przedsiębiorstw,
- możliwość finansowania inwestycji przedsiębiorstw,
- uzyskanie kredytu bankowego bez wystarczających zabezpieczeń,
- wzmocnienie pozytywnej oceny zdolności kredytowej przedsiębiorstwa w ocenie banku,
- wzmocnienie pozycji rynkowej MŚP.

Pierwsze cztery czynniki wynikają z samej istoty poręczeń, które służą pozyskaniu finansowania, głównie kredytu z banku. Na uwagę zasługuje ostatni czynnik, który pokazuje, że działalność funduszy poręczeniowych służy rozwojowi MŚP.

Z kolei z badań prowadzonych przez J. Adamka wynika, że w przypadku niemożności pozyskania poręczenia (Adamek 2006, s. 312):

- rozwój przedsiębiorstwa byłby ograniczony lub zahamowany – 76,3% badanych przedsiębiorstw,

- przedsiębiorstwo rozwijałoby się tak samo – 11,9% badanych przedsiębiorstw,
- inny scenariusz – 8,5% badanych przedsiębiorstw,
- przedsiębiorstwo mogłoby upaść – 3,4% badanych przedsiębiorstw.

Wyniki tego badania jednoznacznie wskazują na bezpośredni wpływ poręczeń na rozwój przedsiębiorstwa.

W badaniu B. Bartkowiak znajduje potwierdzenie również wyrażona przez respondentów ocena wpływu funduszy pożyczkowych na rozwój MŚP, co przedstawiono w tabeli 4.

Tabela 4. Wpływ funduszy pożyczkowych na funkcjonowanie i rozwój mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw (%)

	Nie występuje	Śladowy wpływ	Mały wpływ	Umiarkowany wpływ	Duży wpływ	Decydujący wpływ
Przełamywanie barier w dostępie do finansowania MŚP	1,04	2,60	14,58	19,79	33,33	16,15
Wzmacnianie pozycji rynkowej MŚP	0,00	3,13	7,81	25,52	31,77	20,83
Kreowanie dobrej historii kredytowej – stworzenie podwalin pod przyszłą współpracę z sektorem bankowym poprzez mniejsze wymogi dotyczące zabezpieczeń i zdolności kredytowej	0,52	3,13	7,81	27,08	30,21	16,15
Obniżenie kosztów finansowania przedsiębiorcy	1,04	5,21	14,06	22,92	29,69	12,50
Aktywizowanie bezrobotnych i wsparcie przy zakładaniu nowej działalności gospodarczej	3,13	5,73	8,33	20,31	33,33	14,06
Mniej rygorystyczny i proceduralny charakter funduszy pożyczkowych w ocenie zdolności kredytowej przedsiębiorcy oraz indywidualne i elastyczne podejście do finansowania przedsiębiorcy	0,52	3,13	9,90	26,56	26,56	17,19
Dostęp do informacji i doradztwa o możliwych alternatywnych wsparciach finansowych oraz szkolenia w zakresie prowadzenia biznesu	0,52	3,13	9,38	25,00	28,13	18,23
Komplementarność w stosunku do systemu bankowego i innych źródeł zewnętrznego finansowania	0,00	1,56	10,42	27,60	30,73	12,50
Możliwość finansowania inwestycji przedsiębiorstw	0,00	2,08	3,13	18,23	38,02	21,35
Możliwość finansowania w przypadku podwyższonego/wysokiego ryzyka przedsięwzięcia	0,52	3,65	7,29	23,44	25,00	20,31
Inne	0,52	0,52	1,56	6,77	8,33	2,08

Źródło: Bartkowiak (2009), s. 202.

Biorąc pod uwagę wskazania respondentów, dotyczące dużego i decydującego wpływu funduszy pożyczkowych na rozwój przedsiębiorstwa, należy wyróżnić dwa czynniki:

- możliwość finansowania inwestycji przedsiębiorstw,
- wzmacnianie pozycji rynkowej MŚP.

Analizowane MŚP podkreślają rolę poręczeń i pożyczek we wzmacnianiu pozycji rynkowej. Oznacza to, że MŚP traktują tę formę finansowania jako czynnik wpływający na ich rozwój.

4. Dopasowanie oferty funduszy poręczeniowych i pożyczkowych do specyfiki MŚP

Zgodnie z badaniami MŚP przeprowadzonymi przez autora artykułu, najważniejszą cechą funduszy poręczeniowych, która wpływa na zainteresowanie nimi przez MŚP, jest wykorzystanie do poręczenia kredytu bankowego. Na tę formę finansowania wskazało 93% MŚP, które zamierzały zaciągnąć kredyt bankowy. Pozostałe czynniki miały niewielkie znaczenie przy wyborze poręczeń przez MŚP. W odniesieniu do funduszy pożyczkowych najistotniejszą cechą, która decydowała o wyborze tego produktu, było dobre dopasowanie do specyfiki MŚP. Została podkreślona prostota przyznawania środków (45% MŚP), indywidualne podejście do przedsiębiorstwa (29% MŚP) oraz prosta procedura przyznawania środków (28% MŚP).

W tym badaniu MŚP porównano jednocześnie ofertę kredytową banków (kredyt bankowy jest najczęściej wykorzystywanym instrumentem finansowania zewnętrznego przez MŚP) z ofertą funduszy pożyczkowych i poręczeniowych oferujących produkty o zbliżonej charakterystyce, które były kierowane głównie do MŚP. Oferta tych funduszy wyraźnie różni się na ich korzyść, w stosunku do oferty bankowej (tab. 5). Preferencyjne traktowanie MŚP przez fundusze pożyczkowe przejawia się przede wszystkim w niższym koszcie pożyczek, prostszej ich konstrukcji, uproszczeniu badania zdolności do spłaty pożyczki, uwzględnieniu specyfiki działania i cech pozafinansowych MŚP. Oznacza to, że oferta tych instytucji jest dużo bardziej atrakcyjna dla małych przedsiębiorców niż najpopularniejsza oferta kredytowa banków.

Tabela 5. Zestawienie głównych różnic oferty funduszy pożyczkowych i funduszy poręczeniowych w stosunku do oferty kredytowej banków

	Fundusze pożyczkowe i poręczeniowe		Banki	
	n	%	n	%
Preferencyjne traktowanie MŚP	4	80	2	33
Niższe koszty pożyczek	5	100	3	50
Prostsza konstrukcja pożyczek	4	80	2	33
Uproszczone metody badania zdolności do spłaty pożyczki	4	80	2	33
Stosowanie prostszych form zabezpieczeń spłaty pożyczki	3	60	2	33
Uwzględnianie specyfiki działania MŚP przy ustalaniu warunków udzielenia pożyczki	4	80	1	17
Zwracanie dużej uwagi na cechy pozafinansowe MŚP	5	100	1	17

n – liczba pozytywnych odpowiedzi wraz z ich udziałem w badanej próbie.

Źródło: opracowanie własne.

W badaniu B. Bartkowiak, podmioty korzystające z poręczeń wskazywały na następujące trudności przy aplikowaniu o uzyskanie poręczenia (Bartkowiak, 2009, s. 206):

- skomplikowane procedury – 30,2% odpowiedzi,
- brak wyczerpujących informacji o zasadach korzystania z poręczenia kredytowego – 26,4% odpowiedzi,
- zbyt wysoki koszt – 24,5% odpowiedzi,
- brak wystarczającego doradztwa i mało przychylny klimat – 5,7% odpowiedzi,
- inne – 13,2% odpowiedzi.

Z przedstawionych badań wynika, że bariery korzystania przez MŚP z oferty funduszy poręczeniowych związane są ze stosowanymi przez nie warunkami udzielenia poręczenia.

W tym samym badaniu, wśród badanych przedsiębiorstw 12% podmiotów korzystało z pożyczek. Wśród nich 85% nie napotkało żadnych trudności w trakcie aplikowania i korzystania z pożyczki z funduszu pożyczkowego (Bartkowiak, 2009, s. 202). Prezentowany wysoki odsetek MŚP, wskazuje na wyjątkowo dobre dopasowanie oferty i warunków przyznawania pożyczek do specyfiki MŚP. Z kolei pozostałe 15% przedsiębiorstw, które napotkały trudności, wskazały na następujące trudności przy aplikowaniu o uzyskanie pożyczki (Bartkowiak, 2009, s. 206):

- brak wyczerpujących informacji o zasadach korzystania z pożyczki – 40,9% odpowiedzi,
- zbyt wysoki koszt – 22,7% odpowiedzi,
- skomplikowane procedury – 13,6% odpowiedzi,
- brak wystarczającego doradztwa i mało przychylny klimat – 13,6% odpowiedzi,
- inne – 9,1% odpowiedzi.

Mając powyższe na uwadze, istotną kwestią analizy jest ocena oferty funduszy poręczeniowych i funduszy pożyczkowych kierowanych do MŚP. Temu zagadnieniu poświęcone jest przeprowadzone przez autora artykułu badanie.

W przypadku funduszy poręczeniowych za główne utrudnienie w relacjach z MŚP należy uznać procedurę udzielania poręczenia w zakresie wymaganych dokumentów, sposobu weryfikacji klienta, długości oczekiwania na decyzję. Aktualnie funkcjonujące rozwiązania są zbyt skomplikowane i stanowią duże obciążenie dla MŚP. Wydają się zatem niepotrzebne, biorąc pod uwagę wcześniejszą analizę przeprowadzoną przez bank, a także ograniczenie działalności funduszu do lokalnych MŚP. Należy także wspomnieć o krótkim okresie obowiązywania poręczenia.

Z kolei wśród rozwiązań wychodzących naprzeciw MŚP należy wymienić możliwość poręczenia wszystkich kredytów gospodarczych, stosunkowo niski koszt poręczenia, ograniczenie działalności w stosunku do MŚP z danego regionu, stosowanie prostych rodzajów zabezpieczeń poręczenia oraz elektronicznie dostępną ofertę funduszu i potrzebne wzory dokumentów. Rozwiązania te stwarzają możliwość dostępu poręczeń dla dużej liczby MŚP, przyczyniając się jednocześnie do ich rozwoju.

Podobnie dla dokładnego określenia relacji pomiędzy funduszami pożyczkowymi a sektorem MŚP przeprowadzono badanie oferty tych funduszy. Na podstawie tego badania można przedstawić następujące cechy charakteryzujące ofertę funduszy pożyczkowych.

Należy podkreślić dostępność funduszy pożyczkowych dla wszystkich MŚP. Ma to szczególne znaczenie dla nowo powstałych podmiotów, opodatkowanych ryczałtowo, nieprowadzących

ewidencji księgowej, dla których często jest to jedyne źródło pozyskania środków na działalność bieżącą czy rozwojową.

Fundusze wymagają przedstawienia wielu dokumentów, na podstawie których można wykazać zasadność finansowania pożyczką danych potrzeb przedsiębiorcy. Taka sytuacja wymaga od MŚP strategii prowadzonej działalności, to jest wskazania celu działalności, sposobu jej rozwoju i efektów. Wiele podmiotów, szczególnie najmniejszych i nowo założonych ma trudności ze stworzeniem wyżej wymienionej strategii, jak również sporządzeniem biznesplanu pokazującego sposób jej realizacji. Nie tylko umożliwiają im spełnienie warunków przy ubieganiu się o pożyczkę, ale służą pomocą przy zaplanowaniu rozwoju prowadzonej działalności, poprzez ofertę doradztwa w tym zakresie.

Za rozwiązanie właściwe wobec MŚP należy uznać wymagane przez fundusze sposoby zabezpieczenia spłaty pożyczki. W każdym funduszu głównym zabezpieczeniem jest weksel. Obok tej formy stosowane jest głównie poręczenie. Zabezpieczenia te należą do najprostszych, natomiast zastaw czy hipoteka dotyczą MŚP, które same mogą je wykorzystać.

Wśród rozwiązań niesprzyjających wykorzystaniu pożyczek przez najmniejsze podmioty jest ich wysokie oprocentowanie dla nowo założonych przedsiębiorstw. Ponadto, przy pożyczkach inwestycyjnych na wyższe kwoty, okres 5-letni może być za krótki, aby przedsiębiorstwo było zdolne finansowo ją obsłużyć.

Ofertę funduszy poręczeniowych i pożyczkowych należy uznać za dostosowaną do potrzeb i specyfiki MŚP. Biorąc pod uwagę, że z usług funduszy korzystają głównie mikro- i małe przedsiębiorstwa, istotną przesłanką jest pomoc oferowana przez fundusze odnośnie do wypełniania wymaganych dokumentów, w szczególności biznesplanu oraz wniosków poręczeniowych czy pożyczkowych. Wysokość poręczeń i pożyczek, okres umowy, wysokość oprocentowania, sposoby zabezpieczeń wychodzą naprzeciw małym podmiotom. Wśród rozwiązań utrudniających wzajemną współpracę można wymienić zbyt skomplikowaną procedurę udzielania poręczenia dotyczącą wymaganych dokumentów, sposobu weryfikacji klienta, długi czas oczekiwania na decyzję oraz gorsze traktowanie nowo założonych przedsiębiorstw przez fundusze pożyczkowe.

5. Postawa funduszy poręczeniowych i pożyczkowych oraz MŚP wobec siebie

Postawa funduszy poręczeniowych i pożyczkowych, ich postrzeganie MŚP było przedmiotem badań autora artykułu. Badanie zidentyfikowało działania podejmowane przez te instytucje w celu zwiększenia dostępności ich oferty dla małych i średnich przedsiębiorstw. Wśród najczęściej podawanych działań można wyróżnić:

- przeprowadzenie akcji informacyjnej o ofercie wśród MŚP (100% funduszy pożyczkowych i poręczeniowych potwierdziło tę formę),
- zwracanie szerszej uwagi na cechy pozafinansowe MŚP oraz obniżenie kosztów oferowanych produktów (100% funduszy pożyczkowych i 67% funduszy poręczeniowych),
- uwzględnienie specyfiki MŚP przy ustalaniu warunków otrzymania produktu (100% funduszy pożyczkowych i 50% funduszy poręczeniowych),
- kompleksowa obsługa MŚP (80% funduszy pożyczkowych i 83% funduszy poręczeniowych),

- uproszczenie sposobu badania zdolności do spłat zobowiązania (80% funduszy pożyczkowych i 50% funduszy poręczeniowych),
- stosowanie prostszych form zabezpieczeń (60% funduszy pożyczkowych i 83% funduszy poręczeniowych).

Prezentowane badanie wykazało, że fundusze pożyczkowe i poręczeniowe podjęły również działania ułatwiające uzyskanie przez MŚP dostępu do finansowania. Wśród tych działań należy przede wszystkim wyróżnić:

- uwzględnienie specyfiki MŚP przy ustalaniu warunków otrzymania produktu (100% funduszy pożyczkowych i 67% funduszy poręczeniowych),
- udzielaniu pomocy MŚP przy spełnianiu wymogów uzyskania produktu finansowego (100% funduszy pożyczkowych i 50% funduszy poręczeniowych),
- uproszczenia przy określaniu sytuacji finansowej MŚP (80% funduszy pożyczkowych i 50% funduszy poręczeniowych),
- uproszczenie sposobu badania zdolności do uzyskania produktu (60% funduszy pożyczkowych i 67% funduszy poręczeniowych),
- obniżenie wysokości odsetek (60% funduszy pożyczkowych i 50% funduszy poręczeniowych),
- uelastycznieniu warunków spłat (40% funduszy pożyczkowych i 67% funduszy poręczeniowych),
- stosowaniu prostszych form zabezpieczeń (40% funduszy pożyczkowych i 83% funduszy poręczeniowych),
- rozszerzenie oferty (40% funduszy pożyczkowych i 50% funduszy poręczeniowych).

Z punktu widzenia funduszy pożyczkowych i poręczeniowych najważniejszym ograniczeniem we współpracy z MŚP jest brak pełnej dokumentacji finansowej (100% funduszy pożyczkowych i 50% funduszy poręczeniowych) oraz brak wystarczającego majątku do zabezpieczenia (80% funduszy pożyczkowych i 83% funduszy poręczeniowych). Wśród innych ograniczeń wymieniono brak wiedzy na temat specyfiki produktu i konieczność doradztwa (40% funduszy pożyczkowych i 50% funduszy poręczeniowych) oraz negatywne nastawienie MŚP do kapitału obcego (20% funduszy pożyczkowych i 50% funduszy poręczeniowych).

Podobnie najczęstsze przyczyny nieotrzymania przez MŚP wsparcia ze strony instytucji finansowych wiążą się z ich sytuacją finansową. Są to następujące czynniki:

- niemożliwość zapewnienia zabezpieczenia spłaty (100% funduszy pożyczkowych i 67% funduszy poręczeniowych),
- brak zdolności do spłaty (100% funduszy pożyczkowych i 33% funduszy poręczeniowych),
- sytuacja finansowa w branży MŚP (80% funduszy pożyczkowych i 83% funduszy poręczeniowych),
- groźba upadłości oraz słabo udokumentowana sytuacja finansowa MŚP (80% funduszy pożyczkowych i 50% funduszy poręczeniowych),
- brak perspektyw rozwoju MŚP (60% funduszy pożyczkowych i 33% funduszy poręczeniowych),
- sytuacja makroekonomiczna w Polsce (20% funduszy pożyczkowych i 50% funduszy poręczeniowych).

Działalność funduszy współpracujących z MŚP charakteryzuje się rozwiązaniami i instrumentami ukierunkowanymi na ten sektor gospodarki, uwzględniającymi jego specyfikę i przyczyniającymi się do poprawy ich pozycji konkurencyjnej dzięki oferowaniu preferencyjnych warunków, co polega głównie na obniżaniu kosztów oferowanych produktów, upraszczaniu ich konstrukcji, niższych wymogach, kompleksowości obsługi. Działania te mają na celu zwiększenie dostępności i ułatwienie MŚP korzystania z oferty. Badane fundusze zwracają jednocześnie uwagę na utrudnienia we współpracy z sektorem MŚP. Do najistotniejszych z nich zaliczono: brak pełnej dokumentacji finansowej, słabą sytuację finansową, w tym brak wystarczającego majątku do zabezpieczenia oraz negatywne nastawienie do kapitałów obcych. Te czynniki przyczyniają się również w znacznym stopniu do nieudzielenia wsparcia MŚP przez badane fundusze.

Fundusze pożyczkowe i poręczeniowe wskazały również w badaniu mocne i słabe strony MŚP. Do mocnych stron najczęściej należą – zarządzanie przedsiębiorstwem przez właściciela i prosta struktura organizacyjna (80% funduszy pożyczkowych i 67% funduszy poręczeniowych) a także elastyczność działania oraz możliwość szybkiej zmiany profilu działalności (60% funduszy pożyczkowych i 67% funduszy poręczeniowych). Najczęściej wymieniane przez fundusze słabe strony MŚP, to brak pełnej dokumentacji finansowej (100% funduszy pożyczkowych i 50% funduszy poręczeniowych), niewielki majątek służący zabezpieczeniu (80% funduszy pożyczkowych i 83% funduszy poręczeniowych) oraz niebezpieczeństwo bankructwa (60% funduszy pożyczkowych i 67% funduszy poręczeniowych).

Fundusze wskazały również najtrudniejsze do spełnienia wymogi stawiane MŚP. Za najważniejsze z nich uznano zapewnienie zabezpieczenia spłaty (100% funduszy pożyczkowych i 50% funduszy poręczeniowych), odpowiednie udokumentowanie sytuacji finansowej (80% funduszy pożyczkowych i 83% funduszy poręczeniowych) oraz przygotowanie odpowiedniego biznesplanu (60% funduszy pożyczkowych i 50% funduszy poręczeniowych).

Wskazane mocne strony MŚP to charakterystyczne cechy MŚP. Z kolei słabe strony MŚP prowadzą do trudności w spełnieniu warunków uzyskania wsparcia.

W odniesieniu do postawy MŚP wobec funduszy warto zwrócić uwagę na wyniki badań H. Waniak-Michalak, w której badaniach ankietowani przedsiębiorcy, niekorzystający z usług funduszy poręczeniowych, przyznali, że nie mają żadnych informacji na temat funduszy poręczeniowych (województwo mazowieckie – 57,1%, województwo podkarpackie – 37,5%, województwo łódzkie – 30,2%) lub również mieli trudności z uzyskaniem takich informacji (województwo mazowieckie – 28,6%, województwo podkarpackie – 18,8%, województwo łódzkie – 28,1%) (Waniak-Michalak, 2007, s. 201).

Podobnie ankietowani przedsiębiorcy w badaniu H. Waniak-Michalak, niekorzystający z usług funduszy pożyczkowych, wśród przyczyn takiej postawy wskazali na nieświadomość istnienia takich instytucji (województwo mazowieckie – 84,2%, województwo podkarpackie – 28,6%, województwo łódzkie – 22,9%), niską atrakcyjność oferty (województwo mazowieckie – 15,8%, województwo podkarpackie – 28,5%, województwo łódzkie – 27,1%) oraz na problemy z uzyskaniem kompletnych informacji na temat ofert funduszu (województwo podkarpackie – 20,6%, województwo łódzkie – 23,4%) (Waniak-Michalak, 2007, s. 205).

Przedstawione badanie jednoznacznie wskazuje, że MŚP nie mają dostatecznej wiedzy na temat funduszy. Oznacza to też, że są bierne w zakresie uzyskania takich informacji.

Podsumowanie

Poręczenia i pożyczki z sektora pozabankowego wykorzystywane są w niewielkiej skali przez ogół MŚP. Mają one natomiast duże znaczenie dla mikro- oraz małych przedsiębiorstw, które mają problemy z finansowaniem działalności kredytem czy leasingiem. Takie podmioty korzystają z usług funduszy pożyczkowych i poręczeniowych, a wśród efektów tej współpracy należy odnotować wzrost poziomu ich rozwoju. MŚP podkreślają rolę poręczeń i pożyczek we wzmacnianiu pozycji rynkowej.

Ofertę funduszy poręczeniowych i pożyczkowych należy uznać za dostosowaną do potrzeb i specyfiki MŚP. Wskazują na to wyniki badań MŚP i działania podejmowane przez fundusze. Biorąc pod uwagę, że z usług funduszy korzystają głównie mikro- i małe przedsiębiorstwa, bardzo ważną rolę jest pomoc oferowana przez fundusze odnośnie do wypełniania wymaganych dokumentów, w szczególności biznesplanu oraz wniosków poręczeniowych czy pożyczkowych. Wysokość poręczeń i pożyczek, okres umowy, wysokość oprocentowania, sposoby zabezpieczeń wychodzą naprzeciw małym podmiotom.

Negatywnie należy ocenić przepływ informacji pomiędzy obiema grupami podmiotów. MŚP jako jedno z głównych utrudnień przy korzystaniu z tych źródeł finansowania wskazują na brak informacji o istnieniu tych funduszy. Jednocześnie nie podejmują działań, aby te informacje uzyskać, co wynika z ich biernej postawy.

Literatura

- Adamek, J. (2006). *Instytucje poręczeń i gwarancji kredytowych dla małych i średnich przedsiębiorstw – doświadczenia polskie i zagraniczne*. Wrocław: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.
- Alińska, A. (2008). *Instytucje mikrofinansowe w lokalnym rozwoju społeczno-gospodarczym*. Warszawa: SGH.
- Bartkowiak, B. (2009). *Fundusze pożyczkowe i poręczeniowe w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*. Warszawa: CeDeWu.
- Bartkowiak, B., Flejterski, S., Pluskota, P. (2006). *Fundusze i usługi pożyczkowe dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw*. Warszawa: Difin.
- Bernat, A. (2015). *Luka finansowa w sektorze mikro, małych i średnich przedsiębiorstw na przykładzie województwa świętokrzyskiego*. Warszawa: CeDeWu.
- Bławat, F. (red.) (2004). *Przetrwanie i rozwój małych i średnich przedsiębiorstw*. Gdańsk: Scientific Publishing Group.
- Fundusze pożyczkowe w Polsce za lata 2004–2009 (2005–2009)*. Szczecin: Polskie Stowarzyszenie Funduszy Pożyczkowych.
- Janc, A., Waliszewski, K. (red.) (2014). *Fundusze poręczeniowe i pożyczkowe w finansowym wspieraniu sektora mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*. Warszawa: CeDeWu.
- Kubiak, J. (2005). *Hierarchia źródeł krótkoterminowego finansowania przedsiębiorstw*. Poznań: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.
- Łuczka, T. (2001). *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie*. Warszawa–Poznań: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Łuczka, T. (2013). *Makro- i makroekonomiczne determinanty struktury kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach*. Poznań: Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej.
- Mikołajczyk, B. (2007). *Infrastruktura finansowa MSP w krajach Unii Europejskiej*. Warszawa: Difin.

- Nogalski, B., Karpacz, J., Wójcik-Karpacz, A. (2004). *Funkcjonowanie i rozwój małych i średnich przedsiębiorstw*. Bydgoszcz: AJG.
- Poznańska, K. (1998). *Uwarunkowania innowacji w małych i średnich przedsiębiorstwach*. Warszawa: Dom Wydawniczy ABC.
- Raporty o stanie funduszy poręczeń kredytowych w Polsce za lata 2001–2015 (2002–2016)*. Warszawa: Krajowe Stowarzyszenie Funduszy Poręczeńiowych.
- Rynek funduszy pożyczkowych w Polsce. Raport 2011–2015 (2012–2016)*. Warszawa: Polski Związek Funduszy Pożyczkowych.
- Stan i perspektywy rozwoju funduszy pożyczkowych w Polsce według stanu na 31.12.2010 r.* (2011). Warszawa: Polski Związek Funduszy Pożyczkowych.
- Waniak-Michalak, H. (2007). *Pozabankowe źródła finansowania małych i średnich przedsiębiorstw*. Kraków: Wolters Kluwer.

Cytowanie

- Wolański, R. (2017). Fundusze pożyczkowe i poręczeniowe a małe i średnie przedsiębiorstwa – wzajemne interakcje. *Współczesne Finanse. Teoria i Praktyka*, 1 (2), 53–66. DOI: 10.18276/wf.2017.1-06.

Optimalny dobór wag akcji w portfelu dzięki analizie premii za ryzyko specyficzne

MATEUSZ ŻUKOWSKI

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania
e-mail: MateuszZukowski95@gmail.com

SŁOWA KLUCZOWE dywersyfikacja, ryzyko specyficzne, portfel, dobór wag

ABSTRAKT *Cel* – przedstawienie pojęcia premii za ryzyko specyficzne oraz zaproponowanie skuteczniejszego (niż klasyczny) sposobu dobierania wag akcji w portfelu przy procesie dywersyfikacji. *Metodologia* – bazuje na zastosowaniu dwóch metod doboru wag akcji w portfelu i oszacowaniu na ich podstawie modelu Sharpe’a za pomocą Klasycznej Metody Najmniejszych Kwadratów. Badaniem objęto 35 portfeli akcji. *Wynik* – portfele o wagach dobranych zaproponowaną metodą dały dużo lepsze wyniki z punktu widzenia dywersyfikacji niż portfele o wagach dobranych klasycznie (minimalizując wariancję portfela). *Oryginalność/wartość* – możliwość zastosowania w praktyce w celu tworzenia bardziej zdywersyfikowanych portfeli mniejszym kosztem.

Effective shares' weights choice in an investment portfolio using specific risk premium analyse

KEYWORDS diversification, specific risk, portfolio, weights choice

ABSTRACT *Purpose* – to introduce the concept of specific risk premium and to propose a more effective (than classic) way to calculate shares' weights in an investment portfolio in the diversification process. *Research methodology* – estimation of Sharpe's model for 35 portfolios with set weights (calculated with two different methods) by using the Least Square Method with weekly rates of return from 08.05.2016 to 30.04.2017. *Findings* – portfolios with set weights by proposed method gave better results from the diversification point of view than the portfolios with classic weights set (by minimizing portfolio's variance). *Originality/value* – possibility to use in practice with the purpose to achieve more diversified portfolios with minimized costs.

Wprowadzenie

Proces dywersyfikacji jest powszechnie znany i stosowany na rynkach finansowych. Przez dodawanie do portfela kolejnych aktywów można skutecznie ograniczyć jego ryzyko i wyeliminować niemal całkowicie ryzyko specyficzne. Jednym z problemów przy budowie odpowiednio zdywersyfikowanego portfela jest dobór wag poszczególnych aktywów. Można to robić na wiele sposobów, jednak w niniejszym artykule skupiono się na analizie premii za ryzyko

specyficzne i porównaniu wyników z klasyczną metodą minimalizacji wariancji. Hipoteza badawcza postawiona w publikacji brzmi: dzięki analizie premii za ryzyko specyficzne można lepiej zdywersyfikować portfel, dobierając bardziej optymalne wagi akcji w portfelu. Celem tej pracy jest zaproponowanie skuteczniejszego sposobu doboru wag akcji w portfelu. Badanie będzie sprawdzało się do zastosowania dwóch metod doboru wag akcji w portfelu i oszacowaniu modelu Sharpe'a dla 35 portfeli za pomocą Klasycznej Metody Najmniejszych Kwadratów i wyciągnięciu na ich podstawie odpowiednich wniosków.

1. Jednoczynnikowy model Sharpe'a

Dywersyfikując portfel, bardzo często korzysta się z jednoczynnikowego modelu Sharpe'a, który bardzo dobrze oddaje istotę procesu dywersyfikacji. W modelu ryzyko podzielone jest na rynkowe (zależne od ruchów całego rynku) i specyficzne (zależne od innych czynników, specyficznych dla danego aktywa). Ryzyko specyficzne nazywane jest ryzykiem dywersyfikowalnym, co oznacza, że dzięki dywersyfikacji można je całkowicie wyeliminować. Model Sharpe'a zapisuje się w postaci:

$$R_i = \alpha + \beta_i * R_M + \varepsilon$$

gdzie:

R_i – stopa zwrotu z waloru i ,

α – wyraz wolny równania,

R_M – rynkowa stopa zwrotu,

β_i – współczynnik Beta mierzący ryzyko, rynkowe,

ε – składnik losowy.

Żadna akcja nie zachowuje się idealnie jak rynek, dlatego inwestując w jedną akcję, inwestor ponosi duże ryzyko specyficzne. Całkowite ryzyko inwestowania w akcję można zapisać równaniem:

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_e^2$$

gdzie:

σ_i^2 – całkowita wariancja akcji,

σ_m^2 – wariancja portfela rynkowego,

β_i – współczynnik Beta akcji,

σ_e^2 – wariancja składnika losowego.

Dywersyfikacja polega na tym, aby stworzyć portfel, który w jak najlepszy sposób będzie odzwierciedlał ruchy rynku. Idealny portfel nie ma ryzyka specyficznego. Ważne jest również, aby wiedzieć, jak sprawdzić stopień dywersyfikacji. Dzieląc powyższe równanie przez i odpowiednio przekształcając, można otrzymać:

$$\frac{\beta_i^2 \sigma_m^2}{\sigma_i^2} = 1 - \frac{\sigma_e^2}{\sigma_i^2}$$

Jest to nic innego jak współczynnik determinacji wskazujący, jak duży jest udział ryzyka rynkowego w całkowitym ryzyku. Pożądane jest, aby udział ten był jak największy.

2. Premia za ryzyko specyficzne

W kontekście tej pracy należy przyrzeć się uważnie resztom, które otrzymuje się po oszacowaniu jednoczynnikowego modelu Sharpe'a. Można je bowiem interpretować w ten sposób, że jest to dodatkowa stopa zwrotu, jaką uzyskuje inwestor z tytułu ponoszonego ryzyka specyficznego. Reszta całkowitej stopy zwrotu zależy od ruchu całego rynku. Chcąc wyeliminować ryzyko specyficzne, trzeba przeanalizować te dodatkowe stopy zwrotu.

Akcje z tego samego sektora powinny charakteryzować się dodatnią korelacją stóp zwrotu z tytułu premii za ryzyko specyficzne, ponieważ zależą one w pewnym stopniu od tych samych czynników. Akcje z różnych branż powinny mieć współczynniki korelacji bliskie zeru (zależność od innych czynników), bądź ujemne współczynniki (czynnik działa pozytywnie na jedno przedsiębiorstwo, zaś negatywnie na drugie). Należy zestawić również te współczynniki z tradycyjnymi współczynnikami korelacji stóp zwrotu z akcji. Poniżej przedstawiono współczynniki korelacji stóp zwrotu oraz współczynniki korelacji reszt z oszacowanego modelu Sharpe'a¹ dla trzech losowo wybranych akcji (z różnych branż):

Tabela 1. Współczynniki korelacji stóp zwrotu

	PKO BP	BUDIMEX	KGHM
PKO BP	1		
BUDIMEX	0,3058	1	
KGHM	0,318	0,278	1

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2. Współczynniki korelacji reszt wybranych akcji z oszacowanych modeli

	PKO BP	BUDIMEX	KGHM
PKO BP	1		
BUDIMEX	-0,21515	1	
KGHM	-0,30634	-0,10043	1

Źródło: opracowanie własne.

Jak widać, korelacje stóp zwrotu z tych akcji oscylują na poziomie ok. 0,3, co oznacza, że w pewnym stopniu poruszają się one w tym samym kierunku, natomiast współczynniki korelacji reszt są dużo niższe. Żaden z nich nie jest dodatni, a współczynnik korelacji między resztami KGHM i PKO BP wynosi aż -0,306. Sugeruje to, że premie za ryzyko specyficzne zależą od

¹ Szacowanie modelu przeprowadzone w programie Gretl na podstawie tygodniowych stóp zwrotu z okresu 08.05.2016–30.04.2017 (n = 52) za pomocą Klasycznej Metody Najmniejszych Kwadratów.

innych czynników, oraz że mogą istnieć czynniki, które oddziałują pozytywnie na PKO BP, zaś negatywnie na KGHM i *vice versa*².

Należy również zauważyć bardzo ważną rzecz. Najniższy współczynnik korelacji stóp zwrotu mają akcje BUDIMEX i KGHM. Można by wywnioskować, że lepiej zbudować portfel z tych akcji, jednak korelacja ich reszt sugeruje zupełnie co innego, ponieważ ten współczynnik jest najwyższy ze wszystkich. Patrząc na współczynniki korelacji reszt, lepiej zbudować portfel z KGHM i PKO³. Dużo niższe współczynniki korelacji mogą dawać dużo lepsze możliwości ograniczania ryzyka specyficznego.

3. Optymalne wagi poszczególnych akcji w portfelu

Klasyczna metoda doboru wag akcji przy budowie odpowiednio zdywersyfikowanego portfela polega na tym, aby minimalizować wariancję portfela. Dobiera się w tym celu akcje o niskich współczynnikach korelacji i za pomocą np. programowania liniowego dobiera się odpowiednie wagi⁴. Otrzymuje się w ten sposób portfel o minimalnej wariancji, jednak niekoniecznie o najlepszym poziomie dywersyfikacji.

Metoda doboru wag zaproponowana w niniejszej pracy prezentuje się następująco:

1. Wybór akcji, które inwestor chce mieć w portfelu.
2. Oszacowanie jednoczynnikowego modelu Sharpe'a dla każdej z wybranych akcji.
3. Stworzenie tabeli współczynników korelacji premii za ryzyko specyficzne (reszt) w celu ostatecznej selekcji aktywów.
4. Ustalenie wag poprzez minimalizację wariancji premii za ryzyko specyficzne (reszt).

Wiedząc, jakie premie za ryzyko specyficzne są związane z jakim aktywem, można obliczyć minimalną wariancję tej premii. Będzie to równoznaczne z minimalizacją wariancji resztowej takiego portfela. Wykorzystuje się przy tym oszacowane reszty dla poszczególnych akcji z modelu Sharpe'a. Można wykazać, że wariancja resztowa takiego portfela wynosi:

$$\sigma_{ep}^2 = \sum_{i=1}^n w_i^2 \sigma_{ei}^2 + 2 \sum_{i=1}^{n-1} \sum_{j=i+1}^n w_i w_j \text{Cov}_{ij}$$

gdzie:

σ_{ep}^2 – wariancja premii za ryzyko specyficzne portfela (wariancja resztowa portfela),

w_i, w_j – udziały i -tej i j -tej akcji w portfelu,

σ_{ei}^2 – wariancja premii za ryzyko specyficzne i -tej akcji (wariancja resztowa i -tej akcji),

Cov_{ij} – kowariancja między premią za ryzyko specyficzne i -tej i j -tej akcji (kowariancja między ich resztami),

n – liczba akcji w portfelu.

2 Zbadano również korelację stóp zwrotu i korelację zwrotów z premii za ryzyko PKO BP z BZWBK. Okazuje się, że dla tych samych branż współczynniki korelacji były odpowiednio wyższe i wynosiły odpowiednio: 0,563 i 0,328.

3 Przy założeniu, że chcemy mieć portfel zbudowany tylko z 2 walorów.

4 W tym wypadku wykorzystuje się dodatek Solver do programu Microsoft Excel.

Za pomocą programowania liniowego można ustalić optymalne wagi akcji w portfelu tak, aby minimalizował on wariancję resztową, a portfel inwestora był zdywersyfikowany w najlepszy możliwy sposób.

4. Empiryczne porównanie klasycznej metody doboru wag z metodą zaproponowaną

Przedmiotem badania było porównanie metod doboru wag poszczególnych aktywów w portfelu. Zastosowano przy tym metodologię zaproponowaną w punkcie 3:

1. Na początku dobrano cztery akcje: PKO BP, BZ WBK, BUDIMEX i KGHM. Wybrano je losowo, jedynym kryterium było wybranie akcji z różnych branż i jednej pary z tej samej branży. Założono, że końcowy portfel ma składać się z 3 akcji⁵.
2. Oszacowano jednoczynnikowy model Sharpe'a dla każdej z wybranych akcji⁶.
3. Sporządzono tabelę współczynników korelacji premii za ryzyko specyficzne (reszt):

Tabela 3. Współczynniki korelacji premii za ryzyko specyficzne czterech akcji: PKO BP, BUDIMEX, KGHM i BZWBK

	PKO BP	BUDIMEX	KGHM	BZ WBK
PKO BP	1			
BUDIMEX	-0,21515	1		
KGHM	-0,30634	-0,10043	1	
BZ WBK	0,328406	-0,19442	-0,04222	1

Źródło: opracowanie własne.

Z powodu relatywnie wysokich współczynników korelacji reszt PKO i BZ WBK oraz KGHM i BZ WBK postanowiono wyrzucić z portfela akcje BZ WBK.

4. Obliczono minimalną wariancję premii za ryzyko (resztową) przy użyciu dodatku Solver programu Microsoft Excel i wykazano, że najbardziej optymalne wagi akcji PKO, BUDIMEX i KGHM w portfelu prezentują się następująco:

Tabela 4. Wagi akcji w portfelu obliczone zaproponowaną metodą

Akcja	Waga
PKO BP	0,449921
BUDIMEX	0,373829
KGHM	0,17625

Źródło: opracowanie własne.

⁵ Założenie to przyjęto tylko i wyłącznie w celu zaprezentowania sposobu selekcji aktywów do portfela.

⁶ Szacowanie modelu zostało przeprowadzone w programie Gretl na podstawie tygodniowych stóp zwrotu z okresu 08.05.2016 - 30.04.2017 (n=52) za pomocą Klasycznej Metody Najmniejszych Kwadratów.

Należy teraz obliczyć wagi metodą klasyczną:

Tabela 5. Wagi akcji w portfelu obliczone klasyczną metodą

Akcje	Waga
PKO BP	0,320755
BUDIMEX	0,615993
KGHM	0,063252

Źródło: opracowanie własne.

Widać ewidentnie, że wagi poszczególnych akcji w portfelu bardzo się różnią. Aby porównać, który portfel jest lepiej zdywersyfikowany, należy oszacować jednoczynnikowy model Sharpe'a dla stóp zwrotu z portfeli o wagach jak wyżej. Poniżej przedstawiono wyniki estymacji modelu przy wagach obliczonych klasyczną metodą.

	współczynnik	błąd standardowy	t-Studenta	wartość p
const	0,00189653	0,00244445	0,7759	0,4415
WIG	1,20991	0,120926	10,01	1,58e-013 ***

Średn. aryt. zm. zależnej	0,008553	Odch. stand. zm. zależnej	0,029100
Suma kwadratów reszt	0,014385	Błąd standardowy reszt	0,016962
Wsp. determ. R-kwadrat	0,666908	Skorygowany R-kwadrat	0,660246
F(1, 50)	100,1086	Wartość p dla testu F	1,58e-13
Logarytm wiarygodności	139,2283	Kryt. inform. Akaike'a	-274,4567
Kryt. bayes. Schwarza	-270,5542	Kryt. Hannana-Quinna	-272,9605
Autokorel. reszt - rho1	-0,257498	Stat. Durbina-Watsona	2,478839

Rysunek 1. Wyniki estymacji modelu dla portfela o wagach wyznaczonych klasycznie

Źródło: opracowanie własne.

Na poziomie istotności 5% stwierdzono, że nie występuje autokorelacja składnika losowego, ma on rozkład normalny oraz jest homoskedastyczny. Parametr modelu jest stabilny w czasie. Można zatem powiedzieć, że estymator jest dobry pod względem jakości. Należy teraz oszacować model jednoczynnikowy Sharpe'a dla stopy zwrotu z portfela o wagach wyznaczonych metodą minimalizacji premii za ryzyko specyficzne.

	współczynnik	błąd standardowy	t-Studenta	wartość p
const	0,00123289	0,00200155	0,6160	0,5407
WIG	1,41105	0,0990154	14,25	3,08e-019 ***

Średn.aryt.zm.zależnej	0,008996	Odch.stand.zm.zależnej	0,030939
Suma kwadratów reszt	0,009644	Błąd standardowy reszt	0,013888
Wsp. determ. R-kwadrat	0,802438	Skorygowany R-kwadrat	0,798487
F(1, 50)	203,0855	Wartość p dla testu F	3,08e-19
Logarytm wiarygodności	149,6232	Kryt. inform. Akaike'a	-295,2464
Kryt. bayes. Schwarza	-291,3439	Kryt. Hannana-Quinna	-293,7503
Autokorel.reszt - rho1	-0,176742	Stat. Durbina-Watsona	2,272115

Rysunek 2. Wyniki estymacji modelu dla portfela o wagach wyznaczonych za pomocą minimalizacji premii za ryzyko specyficzne

Źródło: opracowanie własne.

Na poziomie istotności 5% również sprawdzono jakość estymatora i wyniki były takie same – estymator jest bardzo dobrej jakości. Należy zestawić teraz ze sobą najważniejsze parametry obydwu portfeli.

Tabela 6. Zestawienie parametrów obydwu portfeli i analiza procentowej zmiany przy przejściu z portfela 1 do portfela 2

	Portfel 1 – wagi wyznaczone klasycznie	Portfel 2 – wagi wyznaczone metodą minimalizacji premii za ryzyko specyficzne	Procentowa zmiana
Współczynnik Beta	1,21	1,41	+16,53
Całkowite ryzyko mierzone odchyleniem standardowym	0,0291	0,0309	+6,19
Udział ryzyka rynkowego w całkowitym ryzyku	66,69%	80,24%	+20,32
Ryzyko specyficzne mierzone odchyleniem standardowym reszt	0,01696	0,01388	-18,16
Średnia stopa zwrotu	0,855%	0,900%	+5,18
Relacja zwrot/ryzyko całkowite	0,294	0,291	-0,95

Źródło: opracowanie własne.

Korzystając z metody minimalizacji premii za ryzyko specyficzne, otrzymano ewidentnie lepsze rezultaty w kontekście dywersyfikacji. Najważniejsze jest to, że ryzyko rynkowe w całkowitym ryzyku ponoszonym przez inwestora zwiększyło swój udział aż o 20,32%. Wyniosło ono 80,24%, co oznacza, że taki udział miało ryzyko rynkowe w całkowitym ryzyku. Jest to bardzo dużo i portfel ten, złożony jedynie z trzech akcji, dzięki odpowiedniemu doborowi wag, w znacznym stopniu zależy od ruchów rynkowych. Ryzyko specyficzne spadło aż o 18,16%. Oznacza

to, że pozbyto się ryzyka dywersyfikowalnego o 18,16% więcej, zmieniając jedynie wagi akcji w portfelu. Ryzyko rynkowe wzrosło o 16,53%. Można było się tego spodziewać, gdyż wahania stóp zwrotu portfela 2 zależą w dużo większej części od wahań rynku. Całkowite ryzyko portfela zwiększyło się o 6,19%, jednak tak mały wzrost całkowitego ryzyka jest w pełni wynagrodzony przez wcześniej opisane korzyści. Średnia stopa zwrotu wzrosła o 5,18%, co skutkowało tym, że relacja zwrot/ryzyko całkowite była na bardzo zbliżonym poziomie. Oznacza to, że zmiana wag w portfelu nie wpłynęła na jego atrakcyjność.

Postępując analogicznie, wybrano losowo 20 akcji notowanych na GPW w Warszawie i stworzono z nich 35 portfeli (w każdym po 3 akcje dobrane losowo). Wyniki zaprezentowano w poniższej tabeli.

Tabela 7. Porównanie obydwu sposobów wyznaczania wag akcji w portfelu na większej próbie – wyniki

Kryterium	Liczba
Liczba portfeli, których współczynnik R^2 spadł	0
Liczba portfeli, których współczynnik R^2 wzrósł od 0–15%	17
Liczba portfeli, których współczynnik R^2 wzrósł od 15–35%	13
Liczba portfeli, których współczynnik R^2 wzrósł od 35–80%	5
Liczba portfeli, których relacja zwrot/ryzyko spadła	5
Liczba portfeli, których relacja zwrot/ryzyko wzrosła od 0–10%	17
Liczba portfeli, których relacja zwrot/ryzyko wzrosła od 10–30%	10
Liczba portfeli, których relacja zwrot/ryzyko wzrosła od 30–70%	3

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki jednoznacznie pokazują, że dobieranie wag akcji do portfela metodą analizy premii za ryzyko jest dużo lepsze niż klasyczne podejście. Każdy utworzony portfel zaproponowaną metodą był obciążony większym ryzykiem rynkowym, zaś ryzyko specyficzne było mniejsze. Badanie wykazało, że były portfele, w których ryzyko rynkowe zwiększyło swój udział prawie dwukrotnie, zmieniając jedynie metodę doboru wag. W pięciu portfelach zaobserwowano spadek relacji ryzyko/zwrot, jednak były one z reguły zrekompensowane bardzo dużym wzrostem R^2 . Reszta portfeli oprócz lepszego poziomu dywersyfikacji, zapewniała lepszą relację ryzyko/zwrot, co oczywiście jest pożądane przez inwestorów.

Podsumowanie

Z badania empirycznego wynika, że wyznaczanie wag metodą minimalizacji premii za ryzyko specyficzne daje dużo lepsze efekty dywersyfikacji. Udział ryzyka rynkowego w całkowitym ryzyku portfela jest wtedy dużo większy, zaś ryzyko specyficzne ograniczone w znacznie większym stopniu. Dzięki tej metodzie można skuteczniej (i mniej kosztownie) zdywersyfikować portfel, przede wszystkim dzięki dodawaniu mniejszej liczby akcji do portfela. Można zatem potwierdzić prawdziwość hipotezy postawionej we wstępie pracy. Warto wspomnieć o atrakcyjności portfela. Pomimo większego odchylenia standardowego każdego portfela, relacja zwrot/ryzyko była w 30/35 przypadkach dużo korzystniejsza, a co za tym idzie, pożądana przez inwestorów. Można również dodać, że sama analiza premii za ryzyko dostarcza bardziej

prawdziwych informacji dotyczących tego, które walory wybrać do portfela (których reszty są najmniej skorelowane). Wnioski te dają pewne możliwości, które skutecznie można wykorzystać przy inwestowaniu na rynkach finansowych.

Literatura

- Borowski, K. (2014). *Miary ryzyka na rynku akcji i obligacji*. Warszawa: Difin.
- Brentani, C. (2004). *Portfolio management in practice*. Amsterdam: Butterworth-Heinemann.
- Connor, G. (2010). *Portfolio risk analysis*. Princeton: Princeton University Press.
- Dembny, A. (2005). *Budowa portfeli ograniczonego ryzyka – wykorzystanie modelu W.F. Sharpe’a*. Warszawa: CeDeWu.
- Dębski, W. (2014). *Rynek finansowy i jego mechanizmy – podstawy teorii i praktyki*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Elton, E.J., Gruber, M.J. (1998). *Nowoczesna teoria portfelowa i analiza papierów wartościowych*. Warszawa: WIG-Press.
- Jajuga, K., Jajuga, T. (2012). *Inwestycje: instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Warszawa: Wydawnictwo naukowe PWN.
- Jurek, W. (2001). *Konstrukcja i analiza portfela papierów wartościowych o zmiennym dochodzie*. Poznań: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.
- Koop, G. (2014). *Wprowadzenie do ekonometrii*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- Kośko, M., Osińska, M., Stempińska, J. (2007). *Ekonometria współczesna*. Toruń: Dom Organizatora.
- Kot, S.M., Jakubowski, J., Sokołowski, A. (2011). *Statystyka*. Warszawa: Difin.
- Mayo, H.B. (2014). *Inwestycje*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Ostrowska, E. (2011). *Portfel inwestycyjny klasyczny i alternatywny*. Warszawa: C.H. Beck.
- Reilly, F.K., Brown, K.C. (2001). *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*. T. 1. Warszawa: PWE.
- Tarczyński, W. (1999). *Fundamentalny portfel papierów wartościowych*. Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Tarczyński, W., Łuniewska, M. (2004). *Dywersyfikacja ryzyka na polskim rynku kapitałowym*. Warszawa: Placet.
- Tarczyński, W., Witkowska, D., Kompa, K. (2013). *Współczynnik Beta. Teoria i praktyka*. Warszawa: Pielaszek Research.

Cytowanie

- Żukowski, M. (2017). Optimalny dobór wag akcji w portfelu dzięki analizie premii za ryzyko specyficzne. *Współczesne Finanse. Teoria i Praktyka*, 1 (2), 67–75. DOI: 10.18276/wf.2017.1-07.

Sprawozdanie z ogólnopolskiej konferencji naukowej – *Innowacje w bankowości i finansach*

ANNA PYKA¹, ALEKSANDRA NOCOŃ², ANNA SROCZYŃSKA-BARON³

1 dr inż., Katedra Bankowości i Rynków Finansowych

2 dr, Katedra Bankowości i Rynków Finansowych

3 dr inż., Katedra Matematyki Stosowanej

W dniach 8–10.11.2017 roku w Wiśle odbyła się II ogólnopolska konferencja naukowa *Innowacje w bankowości i finansach* pod tegorocznym tytułem: *Innowacje w finansach, bankowości i ubezpieczeniach – teoria i praktyka. Metody matematyczne, ekonometryczne i komputerowe*. Po raz drugi organizacji podjęły się wspólnie Katedra Bankowości i Rynków Finansowych oraz Katedra Matematyki Stosowanej Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach. Patronat nad konferencją objęli: Komitet Nauk o Finansach PAN, Bankowcy dla Edukacji, Projekt sektorowy, Nowoczesne Zarządzanie Biznesem, Polski Standard Płatności oraz Mikołowski Bank Spółdzielczy.

W konferencji wzięło udział ponad 70 uczestników reprezentujących wiodące i liczące się ośrodki naukowo-badawcze w Polsce (15 uczelni wyższych, Komitet Nauk o Finansach PAN oraz Komitet Statystyki i Ekonometrii PAN). Sesje plenarne oraz panelowe poświęcono problematyce innowacji finansowych i zachodzącym zmianom w sektorze bankowym, ubezpieczeniowym i kapitałowym w wymiarze produktowym, procesowym, marketingowym oraz organizacyjnym. Uczestnicy reprezentowali zarówno podejście jakościowe, jak i ilościowe do analizowanych zjawisk świata finansów, podkreślając nieodzowne współzależności i korzyści wynikające z synergii metod jakościowych i ilościowych w badaniach naukowych.

Szczególne uwagę poświęcono nowym wyzwaniom i perspektywom rozwoju systemu płatności mobilnych (BLIK). Nowy, dynamicznie rozwijający się w ostatnich latach rynek, przez platformę (aplikację) płatności mobilnych, umożliwia użytkownikom smartfonów dokonywanie płatności w świecie rzeczywistym i wirtualnym, a nawet wypłatę gotówki w bankomacie. W kontekście innowacji finansowych podkreślono również ich znaczenie w sektorze bankowości spółdzielczej, która chcąc konkurować z bankowością komercyjną, niejako zobligowana jest podążać za trendem i wdrażać nowe rozwiązania, szczególnie w aspekcie nowatorskich narzędzi produktowych oraz usług usprawniających relacje klienta z bankiem. Uznano, że banki spółdzielcze mają duże możliwości w zakresie innowacji, gdyż są niezwykle elastyczne w dostosowywaniu się do wymagań swoich klientów, a ich proces decyzyjny jest szybki, ponieważ decyzje podejmowane są lokalnie. W czasie konferencji zaprezentowano również założenia projektu

„Bankowcy dla Edukacji”, realizowanego przez Warszawski Instytut Bankowości. Celem projektu jest wspieranie edukacji ekonomiczno-finansowej, jak również przygotowanie społeczeństwa do świadomego i racjonalnego wykorzystania produktów finansowych. Ponadto w założeniu projekt ma poprawić wiedzę na temat cyberbezpieczeństwa wobec rozwoju gospodarki elektronicznej i nowoczesnych form płatności.

Podczas konferencji zaakcentowano także innowacje dokonujące się na rynku kapitałowym. W szczególności analizie poddano rozwój rynku funduszy Exchange Traded Funds (ETF), zastosowanie obligacji typu CoCo (Contingent Convertible Bonds), tj. obligacji podlegających automatycznej konwersji na kapitał czy możliwości łączenia zagregowanych modeli rynków akcji i obligacji. Wyeksponowano również rozwój innowacji na rynku ubezpieczeniowym – w aspekcie problemu optymalizacji, jak i oceny ryzyka przedmiotu ubezpieczenia. Wskazano także na potrzebę zastosowania rozwiązań cyfrowych w świecie finansów (FinTech), usprawniających usługi finansowe, w tym zaciąganie kredytów, pożyczek, zarządzanie finansami, dokonywanie transakcji walutowych czy też płatności online.

Celem konferencji było również umożliwienie wymiany myśli i doświadczeń z zakresu metod ilościowych na gruncie nieustannie ewoluujących i szeroko rozumianych teorii rynków finansowych oraz wskazanie współczesnych kierunków rozwoju metod ilościowych stosowanych w obszarze finansów i ubezpieczeń oraz prezentacja teorii i praktyki tych metod w zarządzaniu ryzykiem w finansach i ubezpieczeniach.

W czasie sesji rozpatrywano zagadnienia z zakresu tematów obejmujących: rynki finansowe i ubezpieczeniowe, wycenę instrumentów finansowych i ubezpieczeniowych, nowoczesną teorię i praktykę portfelową, zarządzanie ryzykiem stopy procentowej, kredytowym, walutowym, operacyjnym, ubezpieczeniowym i innymi rodzajami ryzyka, a także tematy z zagadnień matematyki, statystyki i ekonometrii finansowej i ubezpieczeniowej, ekonomii matematycznej czy teorii gier. W szczególności w trakcie obrad przedstawiono znane i powszechnie stosowane modele (model Markowitza) czy narzędzia matematyczne (wykresy świecowe) w zupełnie nowym ujęciu. Uczestnicy badali także, czy w obecnej rzeczywistości prawdziwe są wciąż prawa obowiązujące w świecie finansów od lat, czego przykładem może być analiza prawa Okuna czy efektu Kinga. Nieodłącznym elementem każdego rozważania na temat rynków finansowych jest również pojęcie ryzyka. Uczestnicy konferencji starali się pokazać, jak można wykorzystywać narzędzia matematyczne do skutecznego ograniczania jego poziomu zarówno w przypadku budowy portfeli, jak i działalności wybranych instytucji. Jednym z rodzajów ryzyka jest ryzyko walutowe – w trakcie obrad nie zabrakło również dyskusji na temat właściwego prognozowania kursów walut z uwzględnieniem nowych narzędzi, np. szarych systemów. Ciekawe dyskusje dotyczyły także rynku ubezpieczeniowego w zakresie innowacyjnych produktów, takich jak ubezpieczenia wtórne czy ubezpieczenia domów pasywnych. Nie zabrakło również analiz osadzonych głęboko w teorii matematyki dotyczących szeregów czasowych związanych z problemami prognozowania. Konferencja stanowiła forum wymiany doświadczeń, poglądów i informacji nie tylko z punktu widzenia teorii finansów, ale także praktyki, co może pozwolić na udoskonalenie obecnych narzędzi analitycznych stosowanych w finansach i ubezpieczeniach, a także na proponowanie nowych.

Uczestnicy byli zgodni co do tego, że przyszłość mają tylko te organizacje, które stale się uczą, rozwijają, szybko reagują na wyzwania zmieniającego się rynku i w ten sposób skutecznie

budują przewagi konkurencyjne. Z kolei budowanie przewagi konkurencyjnej nie jest możliwe bez kreowania i wdrażania innowacji finansowych, stanowiących nieodłączny element działalności każdej instytucji finansowej, a właściwe zarządzanie nimi jest równie ważne, jak przyjęty model biznesowy. Konferencja stanowiła platformę wymiany myśli i poglądów dotyczących aktualnych trendów i postępu innowacji finansowych oraz współczesnych kierunków rozwoju metod ilościowych stosowanych w obszarze finansów, bankowości, ubezpieczeń i zarządzania ryzykiem – w Polsce i na świecie, od strony teoretycznej i praktycznej. Kompleksowe podejście, wymiana myśli i doświadczeń uczestników potwierdziła, że zasadne jest poszukiwanie płaszczyzny współpracy naukowców i badaczy, reprezentujących metody jakościowe oraz ilościowe, gdyż specyfika innowacji finansowych sprawia, że jedynie holistyczne podejście we wszystkich wymiarach może stanowić źródło sukcesu i przewagi konkurencyjnej.

