

Piotr Waśniewski

Uniwersytet Szczeciński

ZADŁUŻENIE MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW WOJEWÓDZTWA ZACHODNIOPOMORSKIEGO

Streszczenie: Zadłużenie jest kreowane przez wiele czynników – makro- i mikroekonomicznych. W artykule zaprezentowana została ocena zadłużenia małych i średnich przedsiębiorstw województwa zachodniopomorskiego w latach 2006-2008. Zostało ono policzone za pomocą wskaźnika ogólnego zadłużenia, oceniono rozkład danych. W wyniku badania nie stwierdzono wpływu czynników makroekonomicznych na poziom zadłużenia.

Słowa kluczowe: analiza, zadłużenie, MŚP.

1. Wstęp

Sytuacja makroekonomiczna jest jedną z determinant sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstw. Ogólnoświatowy kryzys zapoczątkowany w roku 2008 negatywnie wpłynął na kondycję finansową firm, w tym na ich zadłużenie. Pogorszenie koniunktury powinno spowodować spadek rentowności, co jest dość zrozumiałe. Nie wiadomo do końca, jaki będzie skutek „kryzysu” dla poziomu zadłużenia przedsiębiorstw. Z jednej strony pogorszenie warunków działania firmy przełoży się zapewne na ograniczenie ryzyka i rezygnację chociażby z finansowania zewnętrznego, co spowoduje spadek zadłużenia, z drugiej – spadek rentowności i problemy z płynnością wpłyną na wzrost zadłużenia handlowego, a także na zwiększenie znaczenia kredytów obrotowych (krótkoterminowych). Szczególnie dotkliwe powinno być to dla małych i średnich przedsiębiorstw, które mają trudniejszy dostęp do źródeł kapitału.

Celem artykułu jest zbadanie zadłużenia małych i średnich przedsiębiorstw województwa zachodniopomorskiego w latach 2006-2008 na tle zmian występujących w otoczeniu makroekonomicznym.

2. Zadłużenie przedsiębiorstw i czynniki je kształtujące

Rozpoczęcie działalności gospodarczej i jej późniejszy rozwój uzależnione są w dużym stopniu od posiadanych kapitałów. Kapitał w literaturze jest różnie definiowany

i prezentowany. Zasadniczo wyróżnić można trzy jego definicje, różniące się zakresem, a mianowicie kapitał rozumieć można jako:

- 1) kapitał stały (suma kapitału własnego i zobowiązań długoterminowych),
- 2) sumę kapitału własnego i zobowiązań oprocentowanych długo- i krótkoterminowych,
- 3) sumę pasywów, czyli ogół źródeł finansowania [Duliniec 2001, s. 11].

Nie ustosunkowując się do poprawności powyższych definicji, można stwierdzić, że źródłem kapitału są z jednej strony kapitały własne, a z drugiej strony zobowiązania długoterminowe i dalej zobowiązania krótkoterminowe oprocentowane oraz zobowiązania nieoprocentowane.

Kapitał własny z reguły jest za niski, aby w pełni sfinansować rozwój firmy, a nierzadko działalność bieżącą (w krótkim okresie), w związku z czym powstaje potrzeba sięgnięcia po kapitał obcy. Kapitał ten to środki finansowe oddane firmie z zewnątrz przez wierzycieli do jej dyspozycji na określony czas. Finansowanie działalności długim jest dla firmy korzystne, gdyż koszt kapitału obcego jest niższy. Wynika to między innymi z systemu podatkowego umożliwiającego odpis od podstawy opodatkowania odsetek. Przedsiębiorstwa powinny korzystać z kapitału obcego, gdyż pozwala to na wzrost rentowności, choć zbyt wysoki poziom zobowiązań i niezastosowanie odpowiedniego poziomu ryzyka może prowadzić do problemów z płynnością [Skoczylas, Waśniewski 2002, s. 178]. Zalety finansowania działalności przedsiębiorstwa długim to przede wszystkim niski koszt (wynikający przykładowo z tarczy podatkowej) oraz niepowodowanie konfliktów na tle zmian właścicielskich, do wad z kolei zaliczyć można podwyższenie ryzyka działalności (zarówno finansowego, jak i ryzyka upadłości) oraz ograniczenie elastyczności działania [Cwynar, Cwynar 2008, s. 59].

Udział poszczególnych składowych kapitałów w całości nazywany jest strukturą kapitałową lub – w trzecim przypadku – strukturą finansową. Stosownie do przedstawionych definicji kapitałów w literaturze występują dwojakiego rodzaju poglądy, a mianowicie utożsamiające strukturę kapitałową i strukturę finansową [Pomykańska, Pomykański 2007, s. 182] oraz je różnicujące [Gajdka 2002, s. 20]. W tym drugim wypadku struktura finansowa oznacza sposób, w jaki finansowane są aktywa przedsiębiorstwa, i jest pojęciem szerszym. Struktura kapitałowa jest pojęciem węższym, wtedy to kapitał jest ograniczany do kapitału stałego lub kapitału oprocentowanego.

Określenie właściwych czy też docelowych udziałów kapitałów: własnego i obcych, w strukturze kapitałowej jest niezwykle trudne. Ich obliczenie wymaga wzięcia pod uwagę ryzyka prowadzonej działalności gospodarczej oraz stabilności przepływów pieniężnych [Sierpińska, Jachna 2004, s. 166]. W ostatnich latach wraz z rozwojem rynków finansowych i ułatwieniem dostępu do nich pojawiły się nowe możliwości ograniczania ryzyka operacyjnego i zabezpieczania firmy przed zmianami czynników zewnętrznych, co umożliwiło bezpieczne podwyższenie zadłużenia bez zwiększania ryzyka [Brealey, Myers 1999, s. 510].

Istnieje bardzo wiele różnych teorii mówiących o czynnikach determinujących strukturę kapitałową, a ponadto każde przedsiębiorstwo działa w innych warunkach rynkowych, co w zasadzie uniemożliwia stworzenie uniwersalnego dla wszystkich firm modelu docelowej struktury kapitałowej. Najogólniej czynniki wpływające na strukturę kapitałową można podzielić na mikroekonomiczne i makroekonomiczne [Skoczylas, Waśniewski 2002, s. 307]. Według innej klasyfikacji wyodrębnia się czynniki zewnętrzne i wewnętrzne, przy czym te pierwsze rozdzielić można na związane z makrootoczeniem i mikrootoczeniem firmy [Szczęsna 2001, s. 276].

Czynniki makroekonomiczne wynikają z warunków funkcjonowania firmy w specyfice danego kraju czy też regionu. Wynikać mogą z tego zarówno szanse, jak i zagrożenia. Przykładowe czynniki to: kondycja gospodarcza państwa, specyfika sektora czy też rynku, system podatkowy, poziom cen, polityka rządu i jednostek samorządu terytorialnego itp. Istotny wpływ mają: poziom stóp procentowych, inflacja, stopa bezrobocia i kursy walut.

Czynniki mikroekonomiczne są elementem wielu badań. W ich składzie wyróżnia się między innymi:

- poziom rentowności firmy,
- wielkość sprzedaży,
- strukturę aktywów (umożliwienie zabezpieczenia kapitału obcego),
- strategię zarządzania,
- strategię finansową, w tym wysokość wypłacanej dywidendy,
- strukturę kosztów przedsiębiorstwa,
- jakość kadry zarządzającej,
- poziom akceptowalnego ryzyka,
- koszt kapitału,
- ryzyko działalności gospodarczej przedsiębiorstwa,
- obciążenia podatkowe przedsiębiorstw,
- poziom zabezpieczeń,
- chęć utrzymania kontroli nad firmą i jej niezależności [McLaney 1997, s. 215].

Dodatkowo czynnikami mikroekonomicznymi wpływającymi na strukturę kapitałową, są: decyzje operacyjne i finansowe firmy oraz zapotrzebowanie jednostki gospodarczej na kapitały (poziom finansowania) [Skoczylas, Waśniewski 2002, s. 318]. Inni autorzy dodają także: koszty transakcyjne, moment emisji akcji, rating kredytowy, stopy procentowe, rynek produktu i czynniki sektorowe, zakres kontroli nad spółką, uzyskanie ustępstw od pracowników, dopasowanie poziomu zadłużenia do struktury wykowej aktywów i dopasowanie wpływów pieniężnych do wpływów.

Kolejną grupą czynników mających wpływ na poziom zadłużenia są z pewnością czynniki podażowe, to jest możliwe rodzaje kapitału obcego i ograniczenia w dostępie do nich, wynikające przykładowo z sytuacji rynkowej, ale także usytuowania firmy czy też stadium jej rozwoju. Małe i średnie przedsiębiorstwa mają utrudniony dostęp do kapitału obcego ze względu na brak historii kredytowej, duże ryzyko czy też stosunkowo niski zwrot [McLaney 1997, s. 357]. Im firma jest dłu-

zej na rynku i im jest większa, tym dostęp do kapitałów łatwiejszy, a często także i tańszy. Ograniczenia mogą też wynikać ze strategii firm otoczenia biznesowego, np. banków, które mogą ograniczać akcję kredytową na danym terenie czy wobec przedsiębiorstw danego sektora.

W wyniku badań prowadzonych na różnych rynkach (F. Bancel i U.R. Mitoo 2001/2002, E. Chojnacka 2009/2010 [Chojnacka 2009, s. 350]) okazało się, że najczęściej wymienianymi przez decydentów czynnikami determinującymi strukturę kapitałową były elastyczność finansowa, rating kredytowy oraz poziom zysku nie wystarczający na pełne sfinansowanie działalności przedsiębiorstwa. Elastyczność finansowa to inaczej zdolność do pozyskiwania kapitału na rozsądnych warunkach w niekorzystnej sytuacji [Brigham 1996, s. 168-169]. Odnosi się ona do możliwości korzystania przez firmę z pojawiających się szans, ale też radzenia sobie z potencjalnymi zagrożeniami wynikającymi z warunków makroekonomicznych [Pomykańska, Pomykański 2007, s. 188].

Dobór odpowiedniej struktury kapitałowej jest jednym z zadań polityki i strategii finansowej przedsiębiorstwa, gdyż struktura ta ma znaczny wpływ na wartość firmy. Powstało bardzo wiele teorii mówiących o kształtowaniu się struktury kapitału. Te teorie to między innymi (por. [Chojnacka 2009, s. 348; Gajdka 2002]):

- teoria substytucji (*trade-off*),
- teoria hierarchii źródeł finansowania,
- teoria kosztów bankructwa,
- teoria kosztów agencji,
- teoria asymetrii informacyjnej,
- teoria sygnalizacji.

Z teorii wynika, iż kapitał obcy charakteryzuje się niższym kosztem kapitału, w związku z czym za pomocą różnych metod i narzędzi określa się optymalny poziom zadłużenia. Jednym z narzędzi jest określenie najlepszej pojemności zadłużeniowej firmy.

3. Próba badawcza

3.1. Dobór próby badawczej

Województwo zachodniopomorskie jest 5 województwem pod względem powierzchni, pod względem zaś liczby ludności plasuje się na miejscu 11 (dane za rok 2009)¹. Jest też województwem, w którym na 1 mieszkańca przypada najczęściej podmiotów gospodarczych zarejestrowanych w rejestrze REGON.

Próba badawcza została wyłoniona na podstawie bazy danych otrzymanej od firmy „InfoCredit” Sp. z o.o. Wyjściowo baza zawierała wyniki 1600 przedsiębiorstw województwa zachodniopomorskiego z lat 2006-2008. Do celów badania wyelimi-

¹ Wszystkie dane statystyczne za publikacjami Urzędu Statystycznego w Szczecinie oraz GUS.

nowano te firmy, dla których nie posiadano wyników z wszystkich trzech okresów badawczych. Kolejnym zastosowanym kryterium było posiadanie przez firmę statusu małego lub średniego przedsiębiorstwa. Firmy duże zostały usunięte z powodu małej liczebności, a także ze względu na inne wagi czynników kształtujących zadłużenie w tych przedsiębiorstwach w porównaniu z sektorem MŚP. Zostały one wybrane na podstawie danych o przychodach i aktywach, a także przy wykorzystaniu innych informacji wobec braku danych w bazie o stanie zatrudnienia. Wyeliminowano również 19 firm, które w roku 2006 posiadały ujemny kapitał własny, choć warto zaznaczyć, że już w roku 2007 sytuacja w regionie się poprawiła i nie pojawiło się żadne przedsiębiorstwo o ujemnym kapitale. Tak ograniczona baza zawierała zapisy wyników 1044 firm regionu województwa zachodniopomorskiego.

3.2. Założenia metodyczne analizy zadłużenia

Zadłużenie to jedno z kryteriów oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Poziom zadłużenia i jego zmiany wpływają na ocenę ryzyka finansowego, wycenę przedsiębiorstwa oraz na podejmowane decyzje inwestycyjne [Jerzemowska 2009, s. 255]. Do oceny zadłużenia wykorzystuje się następujące wskaźniki:

- Wskaźnik ogólnego zadłużenia – mówi o relacji długu do całości kapitałów. Najczęściej wskazuje się, że wskaźnik nie powinien przekroczyć wartości 0,5 (lub też przedział 0,57-0,67), choć ostateczna jego wartość powinna być ustalana indywidualnie dla każdego podmiotu, tak aby prowadzić do optymalnej relacji rentowności i płynności. Wskaźnik ten ma w literaturze różną budowę ze względu na różne definicje kapitału. Wykorzystywany jest on również przy ocenie ryzyka finansowego. Najczęstsze postacie wskaźnika to:

$$\frac{\text{Zobowiązania ogółem}}{\text{Aktywa ogółem}}$$

lub

$$\frac{\text{Kapitał obcy długoterminowy}}{\text{Kapitał całkowity}}$$

- Wskaźnik dźwigni finansowej (struktury finansowania/kapitału) – wylicza relację zadłużenia do kapitałów własnych, wskazuje na fakt, iż wykorzystanie długu może prowadzić do wzrostu rentowności kapitału własnego. Powinien wynosić około 1, z zastrzeżeniem takim, jak przy poprzednim wskaźniku. W liczniku może występować również kategoria kapitału obcego oprocentowanego lub zobowiązań długoterminowych

$$\frac{\text{Kapitał obcy}}{\text{Kapitał własny}}$$

- Mnożnik kapitałowy – wskaźnik również odzwierciedla działanie dźwigni finansowej, podobnie jak powyższe wskaźniki. Zasadniczo wynik powinien oscylować około 2, ale wpływać na to może wiele czynników

$$\frac{\textit{Przeciętny stan kapitału całkowitego}}{\textit{Przeciętny stan kapitału własnego}}$$

Ze względu na ograniczoną ilość danych znajdujących się w bazie ocenę zadłużenia małych i średnich firm województwa zachodniopomorskiego ograniczono do oceny wskaźnika ogólnego zadłużenia. Wskaźnik ten obliczany jest jako iloraz zobowiązań ogółem oraz sumy pasywów. Jest to jeden z możliwych wariantów tego wskaźnika, choć przez część badaczy uznawany za niewystarczająco wiarygodny w ocenie sytuacji finansowej. Dodatkowo, wybór takiej postaci wskaźnika pozwoli na porównanie wyników firm województwa zachodniopomorskiego z wynikiem średnim dla kraju, obliczonym na podstawie średnich sektorowych publikowanych w miesięczniku „Rachunkowość”.

4. Uzyskane wyniki przeprowadzonego badania

Poziom zadłużenia małych i średnich przedsiębiorstw województwa zachodniopomorskiego cechował się bardzo szerokim spektrum wyników w ocenianym okresie. Wśród badanych firm zaobserwowane minimum wynosiło zero w każdym z trzech badanych lat, natomiast najwyższy wynik odnotowany w roku 2006 wyniósł 99%. W kolejnych latach maksimum wskaźnika uległo małemu, ledwie zauważalnemu spadkowi – do 97,6% w roku 2008. Wskazuje to na bardzo duże zróżnicowanie wśród badanych firm, zarówno w zakresie sytuacji firm, ich strategii finansowania, jak i stadium rozwoju przedsiębiorstwa. Szczegółową charakterystykę uzyskanych wyników, a także inne statystyki opisujące rozkład danych zawiera tab. 1.

Podobieństwo wartości średnich oraz median, a także dość duże odchylenia standardowe potwierdzają wniosek o bardzo dużym zróżnicowaniu grupy badawczej. Do scharakteryzowania populacji i oceny rozkładu wyników analizy zadłużenia wykorzystano również statystyki mówiące o szerokościach przedziałów, w których znajduje się po 25% wyników [Dudycz 2009, s. 409]. Pudełko góra, czyli szerokość przedziału, w jakim znajduje się 25% wyników bezpośrednio nad wartością środkową populacji. Pudełko dół to szerokość przedziału, w jakim znajduje się 25% wyników bezpośrednio poniżej mediany. Wąsy góra to szerokość przedziału przylegającego do wartości maksymalnej, w jakim znajduje się 25% wyników. Wąsy dół to szerokość przedziału przylegającego do wartości minimalnej, w jakim znajduje się 25% wyników.

Analiza osiągniętych wyników w zakresie zadłużenia małych i średnich przedsiębiorstw województwa zachodniopomorskiego pozwalają wyciągnąć wnioski o stabilnym poziomie zobowiązań w badanym okresie lat 2006-2008. Średnie wielkości wskaźnika ogólnego zadłużenia wskazują na umiarkowane zadłużenie na po-

Tabela 1. Statystyki dla wskaźnika zadłużenia małych i średnich przedsiębiorstw województwa zachodniopomorskiego za lata 2006-2008

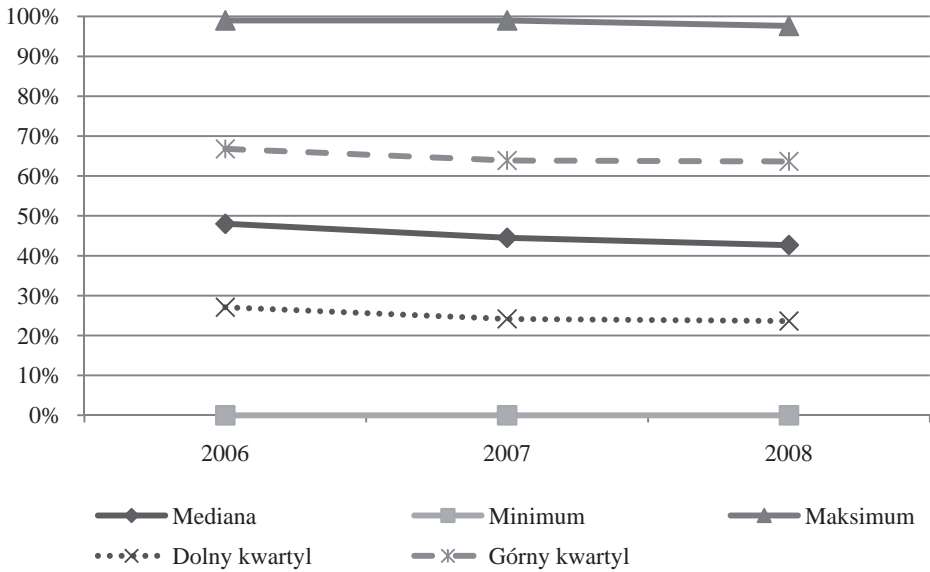
	2006	2007	2008
Średnia arytmetyczna	47,15%	44,52%	43,73%
Mediana	48,01%	44,49%	42,67%
Odchylenie standardowe	25,15%	24,57%	24,52%
Wąsy góra	32,43%	34,93%	33,89%
Pudełko góra	18,78%	19,37%	20,98%
Pudełko dół	20,87%	20,20%	19,00%
Wąsy dół	27,08%	24,17%	23,64%
Średnia wąsy góra	79,64%	76,47%	76,00%
Średnia pudełko góra	57,11%	54,28%	53,28%
Średnia pudełko dół	37,53%	34,35%	32,93%
Średnia wąsy dół	14,33%	12,97%	12,69%
Odch. standard. wąsy góra	8,78%	8,82%	8,49%
Odch. standard. pudełko góra	5,53%	5,69%	6,50%
Odch. standard. pudełko dół	6,02%	6,05%	5,72%
Odch. standard. wąsy dół	7,82%	7,17%	6,63%

Źródło: opracowanie własne.

ziomie bezpiecznym i stabilnym w czasie. Zauważalny jest spadek średniego poziomu wskaźnika w ocenianym okresie o około 3,5 punktu procentowego pomiędzy latami 2006 a 2008. Poziom zadłużenia 43-47% jest umiarkowany, a biorąc pod uwagę, że zawiera zarówno zobowiązania długo-, jak i krótkoterminowe, to można uznać firmy województwa za średnio zadłużone. Wpływa to na niskie ryzyko finansowe, a także wskazuje na konserwatywną strategię finansowania.

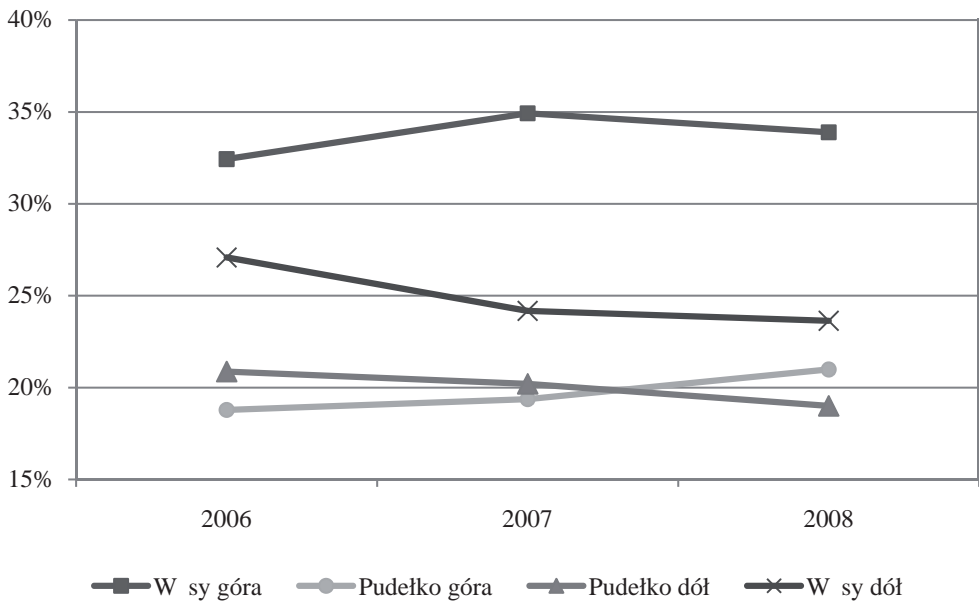
Analiza statystyk zawierających po 25% wyników pozwala ocenić skośność rozkładu wartości wskaźnika, co zaprezentowano na wykresie (rys. 1).

Wykres ten pozwala wizualizować różnice pomiędzy zakresami. Przedziałem o największej szerokości były „wąsy góra”, w której to grupie wyniki firm oddalonych od siebie o 25% przedziału klasyfikacji różniły się o około 33 punkty procentowe w każdym z badanych lat. Środkowe przedziały, „pudełka”, zarówno górne, jak i dolne, wskazują na różnice rzędu 19-21% względem mediany, co razem daje po około 40 punktów procentowych w każdym z badanych lat, a także wskazuje na dość dużą symetryczność i stabilność rozkładu. Porównanie szerokości przedziałów wszystkich czterech statystyk rozkładu zaprezentowano na rys. 2.



Rys. 1. Wykres „pudełko z wąsami” dla wskaźnika ogólnego zadłużenia w latach 2006-2008

Źródło: opracowanie własne.

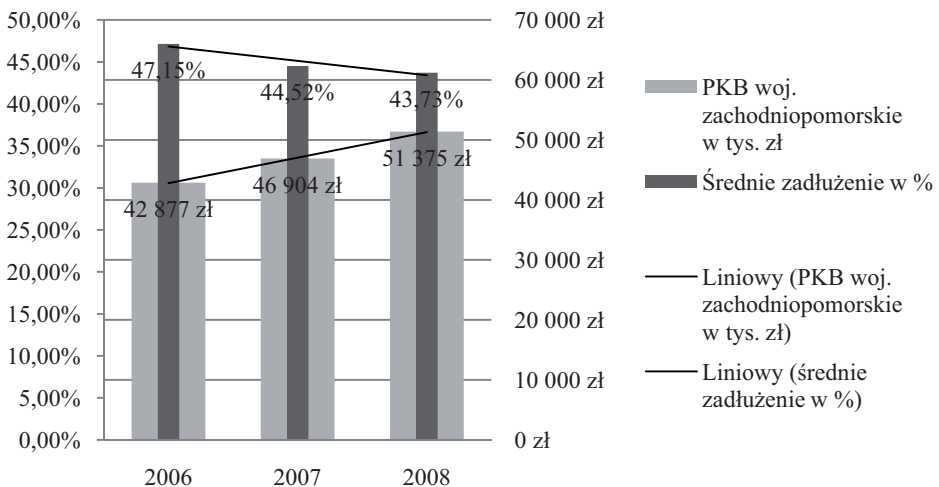


Rys. 2. Porównanie szerokości przedziałów statystyk

Źródło: opracowanie własne.

Wąsy dół miały średnią szerokość wynoszącą po około 25 punktów procentowych. Rozpiętości wąsów góra oraz dół, jak i pudełka dołu systematycznie w okresie badawczym malała, choć o niewielkie wartości. Pudełko góra zaś zwiększała jako jedyna grupa swoją szerokość, z 19-procentowej różnicy w roku 2006 do 21-procentowej w roku 2008. Jednakowe zmiany zachodziły za to w wartościach średnich danych należących do tych statystyk – wszystkie malały pomiędzy 2006 a 2008 rokiem. Największym spadkiem cechowało się pudełko dół, średnia wyników w drugim kwartylu spadła o 4 punkty procentowe, najmniej zmieniło się dolne 25% wyników, bo średnio tylko o 1,6 punktu procentowego.

Analiza mediany oraz wartości maksymalnych i minimalnych wskazuje na bardzo duże zróżnicowanie firm pod względem zadłużenia – od niemal zerowego zadłużenia po praktycznie całkowite, a biorąc pod uwagę firmy odrzucone w trakcie badania (o ujemnym kapitale własnym), to o zadłużeniu wynoszącym do około 150%. Wyjaśnieniem tego zjawiska jest wielkość grupy badanych, a także fakt, iż w bazie znalazły się firmy w różnych stadiach rozwoju i o różnej wielkości.



Rys. 3. Zmiana PKB województwa zachodniopomorskiego a średnie zadłużenie przedsiębiorstw w latach 2006-2008

Źródło: opracowanie własne.

Udział województwa zachodniopomorskiego w tworzeniu PKB to 4,0% w latach 2007 i 2008, ale trzeba zauważyć że udział ten systematycznie malał w okresie 2000-2008. PKB województwa zachodniopomorskiego wynosiło w okresie badawczym odpowiednio: 42 887 mln zł w 2006 r., 46 904 mln zł w 2007 r. i 51 375 mln zł w roku 2008, co sytuowało je na dziewiątej pozycji wśród wszystkich województw. Indeksy dynamiki w cenach bieżących wyniosły odpowiednio 109,4 dla lat 2007/2006 i 109,5 dla lat 2008/2007. PKB na jednego mieszkańca wynosiło: w roku 2007 – 27 708 zł

i w roku 2008 – 30 357 zł, co dało 7 miejsce wśród wszystkich województw. Poziom PKB województwa zachodniopomorskiego i średni poziom wskaźnika zadłużenia małych i średnich przedsiębiorstw województwa porównano na rys. 3.

Spadek średniego poziomu wskaźnika zadłużenia w badanym okresie oraz wzrost PKB województwa wskazują na ujemną korelację. Oznacza to, że rozwój gospodarczy regionu, wynikający między innymi z coraz wyższych wyników firm, nie wpływa na zmianę struktury kapitałowej, a wręcz podwyższa stopień wykorzystania kapitału własnego w finansowaniu działalności.

Porównanie obliczonego średniego poziomu wskaźnika zadłużenia z wynikami dla całego kraju na podstawie sektorowych wskaźników finansowych jest możliwe jedynie dla roku 2008, gdyż od tego roku prace Komisji ds. Analizy Ekonomicznej przy SKwP publikowane corocznie w miesięczniku „Rachunkowość” zawierają wskaźnik „zadłużenie ogólne” liczony w sposób bardzo zbliżony po przedstawionego powyżej. Średni wynik dla wszystkich sektorów (45,55%) jest bardzo zbliżony do średniego wyniku wskaźnika dla firm województwa zachodniopomorskiego, co wskazuje na podobieństwo firm regionu do przedsiębiorstw z innych obszarów kraju. Dodatkowo również mediana (45,12%) i odchylenie standardowe (26,40%) są na bardzo podobnym poziomie z wynikami obliczonymi na potrzeby tego artykułu.

5. Wnioski końcowe

Małe i średnie przedsiębiorstwa województwa zachodniopomorskiego są zadłużone na średnim, bezpiecznym poziomie, choć zauważyć trzeba bardzo duże zróżnicowanie wskaźników tych firm. Mały spadek średnich wartości obliczanego wskaźnika zadłużenia oznacza, że firmy regionu nie odczuły jeszcze w roku 2008 skutków ogólnoświatowego kryzysu finansowego. Średnie wartości wskaźnika nie zmieniły się znacznie w badanym okresie lat 2006-2008. Ich spadek przy jednoczesnym wzroście PKB województwa może być skutkiem pogorszenia dostępu do bankowych i pozabankowych źródeł finansowania. Wynikać może również z wykorzystania przez firmy bezzwrotnych funduszy unijnych na cele inwestycyjne, jednak wniosek ten wymagałby dalszej analizy w celu potwierdzenia. Analiza poszczególnych kwartyli bazy danych nie wskazuje na zmiany sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstw w badanym okresie. Nie można zatem potwierdzić tezy o wpływie zmian w otoczeniu makroekonomicznym na strukturę kapitałową małych i średnich przedsiębiorstw województwa zachodniopomorskiego w latach 2006-2008. Brak dodatkowych danych mówiących o strukturze zadłużenia nie pozwolił na ocenę wpływu konkretnych czynników, zarówno mikro-, jak i makroekonomicznych. Dodatkowo bardzo szeroki rozkład danych uniemożliwia wszelkie próby postawienia wniosków o docelowej strukturze kapitałowej.

Spadek liczby firm o ujemnym kapitale własnym, a także mała zmiana rozpiętości zakresu wyników może mówić o lekkiej poprawie finansów firm w latach 2007-2008. Porównanie z średnią wyliczoną dla całego kraju na podstawie wskaźników

sektorowych pokazuje, że zadłużenie firm województwa zachodniopomorskiego nie odbiega od średniej.

Literatura

- Brealey R.A., Myers S.C., *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- Brigham E.F., *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996.
- Chojnacka E., *Czynniki wpływające na poziom zadłużenia – wyniki badania opinii osób odpowiedzialnych za finanse w publicznych spółkach akcyjnych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 587, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 26, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2009.
- Cwynar A., Cwynar W., *Optymalizacja struktury kapitału i kalkulacja kosztu kapitału spółki*, [w:] *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, red. M. Panfil, Difin, Warszawa 2008.
- Dudycz T., *Wykorzystanie wskaźników sektorowych w analizie sprawozdawczości finansowej*, [w:] *Analiza sprawozdawczości finansowej*, red. W. Skoczylas, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2009.
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Jerzemska M., *Podejścia i metody oceny zadłużenia i niezależności finansowej*, [w:] *Analiza sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa*, red. W. Skoczylas, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2009.
- McLaney E.J., *Business Finance. Theory and Practise*, Pitman Publishing, London 1997.
- Pomykałska B., Pomykałski P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Skoczylas W., Waśniewski T., *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.
- Szczęsna A., *Wspomaganie finansowe jako narzędzie strategii dochodowej przedsiębiorstwa*, [w:] *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, red. E. Urbańczyk, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2001.

DEBT OF SMALL AND MEDIUM SIZED ENTERPRISES OF WESTPOMERANIAN VOIVODESHIP

Summary: Debt is created by a lot of factors – either macro as microeconomic. The article presents the assessment of debt of Westpomeranian SMEs in 2006-2008. Debt was calculated by total debt ratio. Moreover the data distribution was counted. As a result no effects of macroeconomic factors at debt level were confirmed.