

Danuta Zawadzka

Politechnika Koszalińska

KREDYT KUPIECKI W TEORIACH STRUKTURY KAPITAŁU W WARUNKACH FINANSOWANIA MAŁEGO PRZEDSIĘBIORSTWA*

1. Wstęp

Identyfikacja i ocena czynników wpływających na wybór kredytu kupieckiego przez małe przedsiębiorstwa jako źródła finansowania mieści się w zagadnieniach dotyczących kształtowania struktury kapitału. Pojęcie struktury kapitału nie jest jednoznacznie definiowane w literaturze. Część badaczy uznaje, iż jest to relacja zadłużenia długoterminowego do kapitałów własnych [Jerzemowska 1999, s. 10], nie ujmuje zatem zadłużenia krótkoterminowego, w tym również z tytułu kredytu kupieckiego, które przypisywane jest przez nich do pojęcia struktury finansowania. Istnieje wiele przyczyn, z powodu których kapitał uzyskany w drodze kredytu kupieckiego nie jest ujmowany w większości teorii struktury kapitału. Należy do nich zaliczyć m.in. następujące kwestie [Kubiak 2006, s. 319-325]:

1. Wartość zadłużenia z tytułu kredytu kupieckiego ulega ciągłym zmianom i zasadniczo nie wpływa na strukturę kapitału.
2. Brak samodzielności przedsiębiorstwa w kształtowaniu wartości zadłużenia z tytułu kredytu kupieckiego – o wielkości zobowiązań z tytułu kredytu kupieckiego decyduje polityka kredytowa kontrahentów – dostawców.
3. Zdyskontowaną wartość przepływów pieniężnych związanych z kredytem kupieckim określającą jego wartość rynkową równą zeru.
4. Koszt kredytu kupieckiego nie jest uwzględniany w kwantyfikacji średnio-ważonego kosztu kapitału (WACC).
5. W teorii finansów przedsiębiorstwa problematyka kredytu kupieckiego łączona jest z zarządzaniem kapitałem obrotowym.

* Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2007-2008 jako projekt badawczy nr N N113 3353 33.

6. Kapitał uzyskany w drodze kredytu kupieckiego zwiększa przepływy z działalności operacyjnej, a nie z działalności finansowej.

7. Kredyt kupiecki często uznaje się za nieodpłatne źródło finansowania.

W pracy przyjęto rozszerzoną definicję S.C. Myersa [Myers 1984, s. 576] mówiącą o tym, iż strukturę kapitału określa struktura pasywów. Jej kształtowanie powinno dążyć do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa. W konsekwencji decyzje dotyczące wykorzystania kredytu kupieckiego powinny być również podporządkowane temu celowi. Weryfikacje empiryczne teorii struktury kapitału prezentowane w literaturze dotyczą głównie dużych przedsiębiorstw. Możliwości ich zastosowania wobec małych podmiotów są ograniczone. Pojawia się wręcz problem, czy teorie struktury kapitału można w ogóle zastosować do tej grupy przedsiębiorstw przede wszystkim ze względu na ograniczone możliwości wyboru źródeł finansowania w porównaniu ze średnimi czy dużymi podmiotami, a zatem ze względu na brak swobody w kształtowaniu struktury finansowania. Małe przedsiębiorstwa cechuje bowiem brak specjalizacji funkcji właścicielskich oraz mały dostęp do rynków finansowych. Podmioty te w sytuacji ograniczonego dostępu do kapitału raczej dostosowują się do aktualnych warunków gospodarowania, a nie świadomie kształtują źródła finansowania.

W literaturze istnieje wiele badań dotyczących zadłużenia krótkoterminowego w finansowaniu małych przedsiębiorstw, niemniej jednak niewiele z nich dotyczy odniesienia kredytu kupieckiego do teorii struktury kapitału. Artykuł stara się wypełnić tę lukę. W pracy przyjęto, iż małe przedsiębiorstwa dążą do optymalnej struktury kapitału poprzez jej kształtowanie w zakresie dostępnych źródeł funduszy. Celem opracowania jest ocena możliwości wykorzystania teorii struktury kapitału w odniesieniu do kredytu kupieckiego w warunkach funkcjonowania małych przedsiębiorstw. Pośród wielu teorii struktury kapitału, jakie powstały od przełomowego modelu Modiglianiego i Millera, odniesiono się do tych, które nawiązują do rynku niedoskonałego (ze względu na możliwości ich praktycznej weryfikacji): teorii asymetrii informacyjnej, teorii kosztów bankructwa oraz teorii kosztów agencji. W tym celu przyjęto pewne założenia. Poddano analizie małe podmioty oraz ich decyzje finansowe dotyczące wykorzystania kredytu kupieckiego. Pojęcie małego przedsiębiorstwa jest zbieżne z przyjętą w tym zakresie definicją uwzględniającą kryterium ilościowe. Według ustawy Prawo działalności gospodarczej [Ustawa z dnia 19 listopada..., art. 54] małym przedsiębiorcą jest ten, który w poprzednim roku obrotowym zatrudniał średniorocznie mniej niż 50 pracowników oraz osiągnął przychód netto ze sprzedaży towarów, wyrobów lub usług oraz operacji finansowych nieprzekraczający 10 mln euro lub suma aktywów jego bilansu sporządzonego na koniec poprzedniego roku obrotowego nie przekroczyła równowartości w złotych 10 mln euro. Zakłada się, iż kredyt kupiecki jest odpłatnym źródłem finansowania. Występuje w postaci tzw. klasycznej, czyli ze skontem.

Czynniki determinujące strukturę kapitału można podzielić na makroekonomiczne i mikroekonomiczne. Do pierwszych zalicza się m.in.: specyfikę branży, inflację,

system podatkowy i politykę rządu. Wśród mikroekonomicznych – specyficznych dla danego przedsiębiorstwa, ujmuje się przede wszystkim ryzyko oraz koszt kapitału¹, rozmiar przedsiębiorstwa, dostępność określonych źródeł kapitału [Ostaszewski 2000, s. 50], poziom zyskowności, dźwignię finansową, strukturę aktywów, postawy właścicieli i wierzycieli. W kontekście analizy czynników wpływających na kształtowanie struktury kapitału w małych przedsiębiorstwach zwraca się uwagę na dodatkowe determinanty, m.in. na samodzielność ekonomiczną i prawną właściciela oraz nacechowanie społecznej struktury przedsiębiorstwa jego osobą, odrębny typ gospodarki finansowej, specyficzną strukturę organizacyjną [Łuczka 2001, s. 15 i nast.]. W warunkach niedoskonałego rynku finansowego na decyzje finansowe niewątpliwie mają wpływ: asymetria informacyjna, koszty transakcji oraz koszty bankructwa. Kredyt kupiecki przez wielu badaczy uznawany jest za sposób radzenia sobie z wymienionymi cechami rynku niedoskonałego.

2. Asymetria informacyjna w stosunkach kredytowych

Kredyt kupiecki może być postrzegany jako kontraktowe rozwiązanie problemów informacyjnych dotyczących jakości produktu dostawcy i zdolności kredytowej odbiorcy. Niedoskonała informacja prowadzi do niepewności w stosunkach handlowych oraz potencjalnych działań oportunistycznych podejmowanych przez uczestników obrotu gospodarczego, które z kolei tworzą koszty transakcyjne dla kontrahentów. Poziom asymetrii informacyjnej jest tym większy, im mniejsze przedsiębiorstwo uczestniczy w wymianie dóbr i usług. Odbiorcy, którzy płacą przed dostawą lub przy dostawie, nie mogą być pewni standardów jakościowych otrzymanych produktów. Niepewność ta może być ograniczana przez dostawcę w drodze zaoferowania korzystnych warunków płatności. W sytuacji, kiedy występują rozbieżne informacje dotyczące wielkości przedsiębiorstwa i jakości produktu oraz kiedy brakuje alternatywnych możliwości ustalenia reputacji dostawy, kredyt kupiecki, oprócz funkcji finansowania, może posłużyć do odróżnienia jakości oferowanych dóbr. Pozwala bowiem odbiorcy na przeprowadzenie kontroli jakości produktu przed płatnością, szczególnie jeśli w grę wchodzi produkty lub usługi wymagające dłuższego okresu weryfikacji.

Dla dostawcy kredyt kupiecki służy określeniu ryzyka bankructwa kontrahenta (*buyer default risk*). Warunki kredytu są ustalane w celu wydobycia informacji dotyczącej owego ryzyka. Ich akceptacja, a zatem i aprobata przez małego odbiorcę wysokiej ukrytej stopy procentowej, sygnalizuje ryzyko jego upadłości i prawdopodobnie odmowę kredytowania ze strony podmiotu bankowego. Dostawca może w ten sposób rozróżniać odbiorców, którzy wymagają przejściowej pomocy (dostawca ma motywację, aby ich finansować), i tych, którzy są blisko bankructwa. Proces „prześwietlania” małego odbiorcy pozwala elastycznie dostosować proce-

¹ W teorii finansów istnieje wiele definicji kosztu kapitału. Między innymi oznacza on stopę zwrotu z inwestycji przedsiębiorstwa lub koszt inwestycji alternatywnej o takim samym ryzyku.

dury kredytu kupieckiego. Decyzje finansowe odbiorców sygnalizują dostawcom, kiedy monitorowanie jest nakazane. Monitoring wskazuje, czy kontynuować rozszerzanie kredytu, czy jednak modyfikować późniejsze kontrakty dostawcy.

Badania empiryczne potwierdzają, iż kredyt kupiecki z wysokimi opustami cenowymi jest oferowany w ryzykownych branżach. Wzmocnienie sygnału płynącego z rynku poprzez zachętę do wcześniejszych płatności pozwala trafniej zidentyfikować klasę ryzyka małego odbiorcy. Umożliwia to jednak pewnym podmiotom manipulację tą klasą. Przykładem są duże przedsiębiorstwa o złej sytuacji rynkowej, które korzystają z niezasłużonych opustów cenowych. Odbiorcy ci mają możliwość pozyskania kapitału z alternatywnych źródeł w celu sfinansowania transakcji. W celu zafałszowania sygnałów odbiorcy – duże przedsiębiorstwa o wysokim ryzyku upadłości – mogą zabezpieczyć pożyczkę na poziomie stopy procentowej równym lub przekraczającym oprocentowanie kredytu kupieckiego. Dokonują płatności wcześniej, „inwestując” w swoją wiarygodność, co ma obniżyć ryzyko w ocenie kontrahenta. Dostawca, monitorując kontrahenta, będzie sądzić, że nie osiągnięcie korzyści z obserwacji decyzji podejmowanych przez odbiorcę i nie jest zmotywowany do zmiany zachowania, przez co przestaje interesować się ryzykiem upadłości kontrahenta. Taka sytuacja wzmacnia niebezpieczeństwo wystąpienia opóźnionych płatności, które mogą być konsekwencją źle dobranych warunków kontraktu wynikających ze złej klasyfikacji ryzyka odbiorcy. W takiej sytuacji kredyt kupiecki nie skutkuje ograniczeniem asymetrii informacyjnej.

3. Koszty transakcyjne w kredycie kupieckim

Na każdym rynku z niedoskonałym dostępem do informacji pojawiają się koszty dla zarówno odbiorców, jak i dostawców związane ze zdobywaniem wystarczającej informacji, aby ocenić prawdopodobne wskaźniki stopy ryzyka/zwrotu transakcji kupna/sprzedaży.

W literaturze przyjmuje się, iż kredyt na rynku towarowym służy optymalizacji zarządzania gotówką w celu zminimalizowania kosztów transakcji. Pozwala na kumulację zobowiązań wobec dostawców (sumowanie faktur) oraz przewidywanie z większą dokładnością potrzeb gotówkowych przedsiębiorstw. W konsekwencji umożliwia utrzymywanie niższego salda gotówkowego. Odbiorca zatem może skuteczniej planować zarządzanie gotówką, optymalizując upływnianie aktywów obrotowych, oraz może także potencjalnie zmniejszać liczbę transakcji przeprowadzanych na rachunkach bankowych, redukując w ten sposób opłaty z tym związane. Koszty transakcji wynikające z otrzymania kredytu bankowego w celu finansowania dostaw mogą spowodować wyższy koszt tego źródła kapitału od kredytu kupieckiego.

Z badań N. Huyghebaerta [Huyghebaert 2006, s. 305-328] wynika, iż koszty transakcji są szczególnie istotne dla przedsiębiorstw z wysokim wskaźnikiem obrotu zapasów. Opóźniając płatności, jednostki nadal mogą finansować wydatki pie-

niężne poprzez wewnętrznie generowane źródła. W ten sposób możliwe jest uniknięcie kosztów transakcji użycia alternatywnego (krótkoterminowego) finansowania. Jednocześnie szacowanie ryzyka i monitoring często zamawiających nabywców będą mniej kosztowne, dlatego odbiorcom z tej grupy oferuje się dłuższy okres kredytowania. Wiąże się to z obniżeniem kosztów zdobywania informacji i potencjalnego rozwijania relacji z kontrahentami.

Kredyt kupiecki jest szczególnie istotny dla przedsiębiorstw narażonych na sezonowe wahania sprzedaży. Aby zapewnić płynny cykl produkcyjny, przedsiębiorstwa zmuszone są do tworzenia zapasów wyrobów gotowych. Wiąże się to z dwoma rodzajami kosztów: kosztów magazynowania zapasów oraz kosztów ich finansowania. Oferując kredyt kupiecki, dostawca może obniżyć koszty transakcyjne, zachęcając odbiorców do zakupu towarów, przerzucając na nich koszty związane z utrzymywaniem zapasów.

4. Koszty bankructwa

Według teorii struktury kapitału uwzględniającej koszty bankructwa (*bankruptcy theory*) oczekiwane koszty trudności finansowych – prawdopodobieństwo niewypłacalności oraz wartość utracona w przypadku wystąpienia bankructwa – rosną wraz z powiększeniem zadłużenia². Optymalny poziom wskaźnika zadłużenia jest determinowany poprzez zaciąganie maksymalnego długu aż do momentu, w którym krańcowa korzyść z jego posiadania jest równa marginalnej oczekiwanej stracie z powodu kosztów bankructwa. Przedsiębiorstwa zakładające wyższe koszty bankructwa powinny zakładać niższy udział zadłużenia w strukturze finansowania. Odnosząc koszty bankructwa do kredytu kupieckiego, należy uznać, iż krótki okres wymagalności zobowiązań handlowych zwiększa ryzyko wystąpienia trudności finansowych, a konkretnie – ryzyko utraty płynności finansowej. Przedsiębiorca będzie zainteresowany opóźnieniem płatności dostawcy w sytuacji, gdy ewentualne koszty związane z opóźnieniem będą niższe od potencjalnych wpływów pieniężnych uzyskanych z majątku sfinansowanego w drodze kredytu kupieckiego.

5. Kredyt kupiecki a koszty agencji

Według teorii agencji przedsiębiorstwo stanowi organizację, której podstawą jest układ kontraktów – stosunków umownych pomiędzy różnymi podmiotami, m.in. menedżerami, właścicielami i wierzycielami [Skowroński 2004, s. 110]. Koszty agencji oznaczają dodatkowe koszty powstające na skutek istnienia sytuacji konfliktowych pomiędzy wspomnianymi grupami interesariuszy. Każda z tych grup dąży do maksymalizacji swoich korzyści. Powoduje to w konsekwencji konflikt interesów. W przypadku małych przedsiębiorstw koszty agencji w relatywnie

² Dotyczy to w szczególności specyficznych aktywów niematerialnych, których wartość maleje wraz z bankructwem przedsiębiorstwa.

niewielkim stopniu wpływają na strukturę kapitału. W warunkach kredytu kupieckiego konflikt interesów może wystąpić między odbiorcą a dostawcą – dawcą kredytu (wierzycielem) w sytuacji, w której dochodzi do opóźnienia płatności za towary i usługi poza okres zakontraktowany w umowie kupna-sprzedaży, co powoduje wzrost ryzyka finansowania transakcji oraz obniżenie dochodowości sprzedaży towarów lub usług przez dostawcę. Finansowanie zapasów kredytem kupieckim może zachęcać do podejmowania przedsięwzięć zwiększających korzyści płynące z tychże aktywów obrotowych kosztem wierzycieli. W praktyce oznacza to opóźnienie płatności i wydłużenie okresu dysponowania kapitałem uzyskanym w drodze kredytu kupieckiego przez odbiorcę.

Problem kosztów agencji występujący w relacji właściciel–wierzyciel sprowadza się m.in. do bezpośredniego transferu wartości, który wiąże się z tzw. rozwodnieniem roszczeń wierzycieli prowadzącym do obniżenia możliwości odzyskania zaangażowanego przez nich kapitału. Jest skutkiem decyzji podejmowanych w przedsiębiorstwie prowadzących do zmniejszenia możliwości spłaty wierzytelności np. przez podział zysku, jego wypłatę właścicielom, a tym samym obniżenie poziomu gotówki lub zwiększanie zadłużenia, tym samym wzrostu ryzyka finansowego. W odniesieniu do kredytu kupieckiego rozwodnienie roszczeń wierzycieli występuje w warunkach nadmiernego wykorzystywania opisywanego źródła kapitału, zatem realizacji strategii agresywnej w zakresie odroczonej płatności, a także w warunkach sprzedaży wyrobów podlegających przetworzeniu w celu ich dalszej odsprzedaży. W sytuacji finansowania zapasów kredytem kupieckim docelowo dąży się do dalszej ich odsprzedaży i zamiany na gotówkę. Zwiększenie poziomu gotówki oznacza zmniejszenie poziomu ryzyka aktywów, zatem poziom konfliktu agencji na tym poziomie jest niewielki bądź nie istnieje.

6. Kredyt kupiecki w teorii hierarchii źródeł finansowania

Teoria hierarchii struktury kapitału (*pecking order theory*) została sformułowana przez S.C. Myersa w 1984 r. Zakłada ona, iż celem kształtowania struktury przedsiębiorstwa jest ustalona kolejność źródeł finansowania, a nie jej optymalizacja nakierowana na maksymalizację wartości firmy [Kubiak 2005, s. 14]. Według jej założeń przedsiębiorstwa preferują wewnętrzne źródła kapitału, zmniejszając tym samym koszty transakcyjne i problemy związane z asymetrią informacyjną. Po wykorzystaniu wewnętrznego finansowania sięgają po kapitał obcy. W sytuacji braku zaspokojenia potrzeb kapitałowych po wyczerpaniu wymienionych źródeł wybierają zewnętrzne finansowanie własne. W literaturze polskiej można znaleźć odwołania kredytu kupieckiego do omawianej teorii struktury kapitału. Umiejscowieniem źródeł krótkoterminowego finansowania w hierarchii wyboru zajął się J. Kubiak [Kubiak 2005]. W swoich badaniach dowodzi on, iż kredyt kupiecki w postaci „klasycznej” znajduje się na ostatnim miejscu na liście preferencji źródeł finansowania przedsiębiorstw, uwzględniając kryterium dostępności, kosztu i elastyczności.

7. Zakończenie

W artykule podjęto próbę ujęcia kredytu kupieckiego w teoriach struktury kapitału w warunkach funkcjonowania małego przedsiębiorstwa. Dokonano wstępnej oceny założeń teorii bankructwa, teorii agencji oraz teorii hierarchii struktury finansowania w następstwie asymetrii informacyjnej oraz kosztów transakcji w kontekście kredytu kupieckiego. Opracowanie stanowi punkt wyjścia do podjęcia szerszej dyskusji na temat możliwości włączenia decyzji finansowych dotyczących kredytu kupieckiego do zagadnień analizowanych w ramach uznanych teorii struktury kapitału.

Literatura

- Huyghebaert N., *On the Determinants and Dynamics of Trade Credit Use: Empirical Evidence from Business Start-ups*, „Journal of Business Finance & Accounting”, January/March 2006 no 33(1) & (2).
- Kubiak J., *Hierarchia źródeł krótkoterminowego finansowania przedsiębiorstwa*, AE, Poznań 2005.
- Kubiak J., *Zobowiązania krótkoterminowe w teoriach struktury kapitału*, [w:] P. Karpuś (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2006.
- Łuczka T., *Kapitał obcy w małym przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Jerzemowska M., *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- Myers S.C., *The Capital Structure Puzzle*, „The Journal of Finance” 1984 no 3.
- Ostaszewski J., *Źródła pozyskania kapitału przez spółkę akcyjną*, Difin, Warszawa 2000.
- Skowroński A., *Wpływ konfliktu interesu między właścicielami a wierzycielami na decyzje finansowe przedsiębiorstw*, [w:] S. Owsiak (red.), *Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej*, tom 2, *Finanse przedsiębiorstw*, AE, Kraków 2004.
- Ustawa z dnia 19 listopada 1999 r. Prawo o działalności gospodarczej (DzU nr 101, poz. 1178 z późn. zm.).

TRADE CREDIT IN THE CAPITAL STRUCTURE THEORIES IN THE CONDITIONS OF SMALL COMPANY FINANCING

Summary

The aim of the paper is to evaluate the assumptions of capital structure theories with reference to trade credit, in the conditions of small companies financing. The initial analysis of Bankruptcy Theory, Agency Theory and Pecking Order Theory as a consequence of informational asymmetry and transaction costs, in the context of trade credit, is presented in the paper.