

Anna Bera, Katarzyna Prędkiewicz

Dyskusja nad wartością małego przedsiębiorstwa i możliwościami wykorzystania ubezpieczeń w procesie jej tworzenia

Ekonomiczne Problemy Usług nr 111, 221-232

2014

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

ANNA BERA

Uniwersytet Szczeciński

KATARZYNA PRĘDKIEWICZ

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

DYSKUSJA NAD WARTOŚCIĄ MAŁEGO PRZEDSIĘBIORSTWA I MOŻLIWOŚCIAMI WYKORZYSTANIA UBEZPIECZEŃ W PROCESIE JEJ TWORZENIA

Streszczenie

Celem artykułu jest przeprowadzenie dyskusji nad specyfiką małego przedsiębiorstwa i jego wartością. Podjęto teoretyczne rozważania dotyczące wpływu ochrony ubezpieczeniowej wykorzystywanej w zarządzaniu ryzykiem małego przedsiębiorstwa na jego wartość. Analizę przeprowadzono dla składki czystej i brudnej. Stwierdzono, że ubezpieczenia stabilizują oczekiwane przepływy i zmniejszają ryzyko, zatem pozytywnie wpływają na wartość małego przedsiębiorstwa. Gdyby przedsiębiorstwa uiszczały wyłącznie składkę czystą, to nastąpiłby wzrost wartości firmy, natomiast w rzeczywistości płacą składkę brudną (powiększoną o dodatkowe koszty ubezpieczyciela), dlatego też trudno określić kierunek zmian wartości firmy, gdyż będzie on zależał m.in. od wrażliwości właściciela na ryzyko.

Słowa kluczowe: ubezpieczenia, mała firma, wartość firmy

Wprowadzenie

W teorii koncepcji zarządzania przez wartość (*Value Based Management – VBM*) wydaje się, że owa koncepcja teoretycznie jest spójna z charakterem małych, prywatnych przedsiębiorstw. Dążenie do wzrostu wartości przedsiębiorstwa jest bowiem naturalnym dążeniem do wzrostu bogactwa właściciela (właścicieli)¹. Jeśli przedsiębiorstwem zarządza w sposób bezpośredni jego właściciel, to naturalne staje się przyjęcie wzrostu wartości za główny cel jego działań. Dobrze oddaje to stwierdzenie W. Pluty²: „W tej sprawie nie ma chyba różnicy zdań i wszyscy są zgodni co do tego, że właściciel, który jest majątną osobą, pragnie być jeszcze bardziej bogaty”. W sytuacji, kiedy mamy jednak do czynienia z małymi przedsiębiorstwami, przy których często w teoretycznych rozważaniach pomija się odmienną ich funk-

¹ J. Kuczowicz, *Wycena małego przedsiębiorstwa*, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 31 i nn.

² W. Pluta, *Zarządzanie wartością w małych i średnich przedsiębiorstwach*, PWE, Warszawa 2009, s. 29.

cjonowania, która wbrew pozorom nie sprowadza się do wielkości ilościowych parametrów działalności (liczby zatrudnionych, wielkości majątku czy obrotów), okazuje się, że w tym obrazie pojawiają się rysy. **Po pierwsze, koncepcja zarządzania ukierunkowana na wzrost bogactwa właścicieli nie jest tożsama z rozbudowanym systemem zarządzania wartością (VBM), na który składa się mnogość zasad i jeszcze więcej narzędzi tworzenia i mierzenia wartości dodanej, gdyż właściciele małych przedsiębiorstw mogą się bogacić również bez tych narzędzi. Po drugie, pożądanie bogactwa nie zawsze oznacza bezwzględne dążenie do niego. System wartości przedsiębiorców nie sprowadza się do systemu wartości istoty *homo oeconomicus*. Po trzecie, na bogactwo właściciela małego przedsiębiorstwa składa się wiele korzyści (w tym niefinansowych), których nie uwzględnia tradycyjna koncepcja zarządzania wartością VBM.** W Polsce pierwsze badania empiryczne, w których podjęto próbę określenia celów prowadzenia małych przedsiębiorstw (prowadzone pod kierunkiem F. Bławata), wykazały, że na pierwszym miejscu celem jest dostosowanie się do potrzeb i wymagań klientów, a dopiero na drugim miejscu jest maksymalizacja zysku³.

Jako hipotezę artykułu przyjęto: zależność między kształtowaniem ochrony ubezpieczeniowej w małym przedsiębiorstwie a jego wartością występuje, trudno jednak jednoznacznie odpowiedzieć na pytanie w jaki sposób ochrona ubezpieczeniowa wpływa na wartość małego przedsiębiorstwa, ze względu na specyfikę jego działalności. Celem artykułu jest przeprowadzenie dyskusji nad specyfiką małego przedsiębiorstwa i jego wartością. W dalszej części podjęto rozważania, które dotyczą kształtowania ochrony ubezpieczeniowej w zarządzaniu ryzykiem małego przedsiębiorstwa i na tym tle podjęto próbę określenia wpływu (bądź braku) ubezpieczeń na wartość małego przedsiębiorstwa.

1. Specyfika małego przedsiębiorstwa

Wyodrębnienie ze struktur rynkowych i zdefiniowanie małego przedsiębiorstwa nie jest tak proste, jakby się mogło wydać. Do właściwego określenia małych przedsiębiorstw nie nadają się bowiem urzędowe definicje sektora małych przedsiębiorstw, a tym bardziej tzw. sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Jeżeli chodzi bowiem o średnie przedsiębiorstwa to w swojej strukturze organizacyjnej i specyfice działania bliższe są dużym przedsiębiorstwom. Średnie przedsiębiorstwa mają z reguły wyodrębnione struktury organizacyjne, a znacznie większa skala działania sprawia, że realizacja ryzyka niesie ze sobą inne konsekwencje dla funkcjonowania tych podmiotów na rynku. Także z punktu widzenia potrzeb zarządzania wartością (VBM), średnie przedsiębiorstwa powinny stanowić jedną grupę z przedsiębiorstwami dużymi. Ma to swoje umocowanie przede wszystkim w tym, że w małych przedsiębiorstwach w odróżnieniu od średnich i dużych przedsiębiorstw w procesie zarządzania ryzykiem kluczową rolę odgrywa właściciel, inne pozostają też relacje z pracownikami i otoczeniem. Podstawowym wyróżnikiem małych przedsiębiorstw

³ F. Bławat, *Przedsiębiorca w teorii przedsiębiorczości i praktyce małych firm*, Gdańskie Wyd. Naukowe, Gdańsk 2003, s. 151–152.

jest bowiem **jedność własności i zarządzania**. Małe przedsiębiorstwa są zdominowane przez osobowość przedsiębiorcy, który jest często jedyną osobą zarządzającą⁴. Ponośi on również jednoosobowo odpowiedzialność i ryzyko oraz jest twórcą wszystkich impulsów przedsiębiorczych, dlatego rozwój i aktywność małych przedsiębiorstw zależy w znacznej mierze od preferencji oraz motywacji właściciela, a także od jego gotowości i skłonności do podejmowania ryzyka. Sposób podejmowania ryzyka w małych przedsiębiorstwach pozostaje zresztą w silnej korelacji z indywidualnymi cechami właściciela⁵. Istotną rolę odgrywa również wiedza i umiejętności właściciela w wyszukiwaniu pozytywnych impulsów w otoczeniu wraz z możliwością odpowiednio szybkiej reakcji. Stąd małe przedsiębiorstwa można zdefiniować jako **prywatne podmioty gospodarcze, których funkcjonowanie jest zdeterminowane przede wszystkim potencjałem właścicieli, będących jednocześnie menedżerami w prowadzonej przez siebie firmie**. Nieodłącznie z właścicielem małego przedsiębiorstwa związana jest cecha przedsiębiorczości. Skupiając rozważania na cechach wyróżniających małe przedsiębiorstwa w świetle postawionej na wstępie hipotezy uwypuklić należy również specyfikę finansowania małych podmiotów rynkowych. Instrumenty finansowania działalności pozostające do dyspozycji małych przedsiębiorstw nie różnią się zasadniczo od tych stosowanych przez średnie i duże przedsiębiorstwa. W praktyce jednak uwarunkowania ich rozwoju powodują, że struktura wykorzystania tych instrumentów jest inna niż w przedsiębiorstwach średnich i dużych. Podstawą finansowania małych przedsiębiorstw są oszczędności właściciela i jego rodziny oraz pożyczki od krewnych i znajomych. Wynika to z jednej strony z niechęci instytucji finansowych do współpracy z małymi przedsiębiorstwami, ale przede wszystkim postaw samych przedsiębiorców, którzy niechętnie dzielą się swoją samodzielnością i niezależnością. Działalność małych przedsiębiorstw, zwłaszcza jednoosobowych dlatego oparta jest głównie na środkach finansowych pochodzących z oszczędności. W *Raporcie o sytuacji mikro i małych firm w 2012 r.*⁶ opublikowane informacje wskazują, że model finansowania mikro i małych przedsiębiorstw nie zmienił się w ciągu ostatnich kilku lat. W dalszym ciągu w małych przedsiębiorstwach dominuje finansowanie bazujące na środkach własnych, tak jest w 76% mikro i małych przedsiębiorstw w Polsce (badania empiryczne przeprowadzone na reprezentatywnej próbie badawczej). Jedynie 24% małych przedsiębiorstw potwierdza, że w ostatnim roku oprócz środków własnych korzystało także z finansowania zewnętrznego (głównie kredytu bankowego). Kluczowe są również postawy przedsiębiorców w zakresie finansowania jeżeli chodzi o przyszłe plany inwestycyjne bowiem tu również przedsiębiorcy zakładają, że głównie będą bazować na finansowaniu własnym.

Reasumując, uzasadnione jest twierdzenie, że małe przedsiębiorstwa pozostają w swej specyfice względem przedsiębiorstw średnich i dużych i obok omówionych wyróżniających je cech należy do tej grupy zaliczyć jeszcze wiele innych elementów

⁴ J. Mugler, *Betriebswirtschaftslehre der Klein- und Mittelbetriebe*, Band 1. Verlag Springer Wien New York, Austria 1998, s. 18–23.

⁵ J.P. Forgas, K.D. Williams, L. Wheeler, *Umysł społeczny. Poznawcze i motywacyjne aspekty zachowań interpersonalnych*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2005, s. 35.

⁶ *Raport o sytuacji mikro i małych firm w 2012 r.*, Raport Bank Pekao SA, Warszawa 2013, s. 63.

typowej charakterystyki, m.in. tego, że małe przedsiębiorstwa dysponują siecią osobistych kontaktów z klientami, dostawcami oraz wykazują się względem nich sporą otwartością. Świadczą usługi, bądź wytwarzają produkty zgodnie z indywidualnymi potrzebami klientów. Szybko reagują na zmiany pojawiające się na rynku i w otoczeniu, co jest możliwe dzięki elastycznej strukturze organizacyjnej. To jednak nie chroni małe przedsiębiorstwa przez pojawiającymi się w gospodarce kryzysami. Typowe dla małych przedsiębiorstw są również niesformalizowane kontakty między właścicielami a pracownikami.

2. Podejście do wartości w małym przedsiębiorstwie

W zarządzaniu przedsiębiorstwem ukierunkowanym na wzrost wartości przedsiębiorstwa, jego twórcy i rzecznicy **nie biorą z reguły pod uwagę różnorodności motywów podejmowania działalności gospodarczej**. Doprowadziło to do pomijania w teoretycznych rozważaniach odmienności funkcjonowania małych, prywatnych przedsiębiorstw, których odmienność nie sprowadza się wyłącznie (na co wskazano w dotychczasowych rozważaniach) do wielkości parametrów działalności. **W koncepcji zarządzania przez wartość (VBM) punktem ciężkości są ekonomiczne oczekiwania inwestora**. Cały wysiłek menedżerów ma być ukierunkowany nie tylko na spełnieniu oczekiwań aktualnych i przyszłych inwestorów, ale ponadto na zapewnieniu im pewnej wartości dodanej. Takie postępowanie zarządzających ma być sposobem na zapewnienie pomyślnego, długoterminowego funkcjonowania przedsiębiorstwa i rozwiązaniem ewentualnego konfliktu inwestorów i menedżerów korzystających z ich kapitału⁷. Pojawia się więc kluczowe pytanie, czy w małym przedsiębiorstwie możliwe jest zastosowanie koncepcji zarządzania przez wartość. Z pewnością fundamentalnym uwarunkowaniem rozważanej koncepcji jest rozwój rynku kapitałowego. Wzrost potrzeb kapitałowych przedsiębiorstw zmusił je do zabiegania o względy coraz bardziej wymagających inwestorów. Ponieważ dla inwestora atrakcyjne są te przedsiębiorstwa, które dają im najwyższą stopę zwrotu przy założonym poziomie ryzyka, przedsiębiorstwa zmuszone zostały do uznania wzrostu rynkowej wartości (czyli wzrostu finansowych korzyści akcjonariuszy) za zasadniczy cel działalności. K. Pniewski i B. Bartoszewicz piszą, że „genezą koncepcji zarządzania wartością jest potrzeba znalezienia takiego sposobu pomiaru wyników firmy, który pozwalałby zaspokoić nowe potrzeby akcjonariuszy i menedżerów”⁸. System VBM pozwala w teorii na skuteczną ocenę pracy menedżerów, w zakresie zgodności ich działań z interesem właściciela. Jednocześnie, narzędzia VBM skierowane są do menedżerów zarządzających przedsiębiorstwami. Dla nich stają się *de facto* sposobem na utrzymanie stanowiska. Patrząc jednak przez pryzmat specyfiki małego przedsiębiorstwa należy zwrócić uwagę, że tak rozbudowany sys-

⁷ J. Kuczowicz, *Kreowanie wartości w zarządzaniu małym przedsiębiorstwem - przyszłość, czy ślepa uliczka?*, w: *Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami. Wycena przedsiębiorstw, zarządzanie wartością, zarządzanie ryzykiem*, red. D. Zarzecki. Zeszyty Naukowe nr 761, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2013, s. 153.

⁸ *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady*, red. A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, Deloitte, Poltext, Warszawa 2008, s. 51.

tem kontroli menedżerskiej jest zbędny. W małym przedsiębiorstwie nie istnieje konflikt między właścicielem a menedżerem, bo tego ostatniego zazwyczaj nie ma. Nawet jeśli w małym przedsiębiorstwie zatrudnia się quasi-menedżera, jego działania są zazwyczaj na bieżąco kontrolowane i korygowane przez właściciela. Ponadto przyjęta definicja małego przedsiębiorstwa wyklucza z obszaru rozważań spółki publiczne i te, których własność jest rozproszona. Przesłanką wdrożenia VBM może być jednak już sam zamiar uczestnictwa w rynku kapitałowym, czyli chęć wejścia na ten rynek⁹. W przypadku małych przedsiębiorstw uczestnictwo w rynku kapitałowym może się przejawiać¹⁰: wejściem na rynek zorganizowany, przyjęciem kapitału *private equity*, sprzedażą przedsiębiorstwa lub też fuzją z innym przedsiębiorstwem. Jeżeli małe przedsiębiorstwo nie jest natomiast zainteresowane uczestnictwem w rynku kapitałowym, wzrost jego wartości rynkowej nie tylko nie jest ujawniony (wobec braku wyceny przez rynek), ale też nie ma żadnego przełożenia na faktyczną, odczuwalną korzyść właściciela. Pomijając oczywistą sprawę konieczności zrozumienia mierników wartości dodanej przez przedsiębiorcę, warunkami tymi są¹¹:

- możliwość realnego ustalenia kosztu kapitału własnego przedsiębiorstwa,
- prowadzenie ksiąg rachunkowych lub ewidencji, niezbędnych do oszacowania zmiennych modeli wartości dodanej,
- czasowe, osobowe i techniczne możliwości stałego monitorowania wartości dodanej,
- znajomość mechanizmów pozwalających na przełożenie informacji dostarczanych przez system VBM na decyzje biznesowe.

Jakkolwiek spełnienie tych warunków jest teoretycznie możliwe również w małym przedsiębiorstwie, należy uznać, że wymagałoby to znacznego wysiłku organizacyjnego i stałych nakładów finansowych.

Przedstawiona krótka analiza przesłanek stosowania koncepcji VBM w małych przedsiębiorstwach wskazuje, że ich spełnienie w odniesieniu do tych podmiotów jest mało prawdopodobne. Rynek kapitału udziałowego pochodzący od obcych inwestorów dla małych przedsiębiorstw ma aktualnie wymiar symboliczny, realne możliwości stosowania narzędzi VBM w małych przedsiębiorstwach są nadzwyczaj ograniczone.

Biorąc jednak pod uwagę, że celem konwencjonalnej teorii finansów jest maksymalizowanie wartości firmy¹² i dotyczy on zarówno dużych, jak i małych nienotowanych na giełdzie przedsiębiorstw¹³ nie można całkowicie zaprzeczyć i wykluczyć, że stopniowo ten właśnie cel nabierze większego znaczenia w praktyce zarządzania finansami małego przedsiębiorstwa. Przedsiębiorca-właściciel podejmuje działalność gospodarczą z myślą o tym, by pomnożyć zainwestowany

⁹ *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, red. W. Skoczylas, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 17.

¹⁰ J. Kuczowicz, *Kreowanie wartości w zarządzaniu...*, s. 155.

¹¹ *Ibidem*, s. 156.

¹² A. Damodaran, *Finanse korporacyjne: teoria i praktyka*, Helion, Gliwice 2007, s. 44.

¹³ *Ibidem*, s. 49; *Finanse małego przedsiębiorstwa: w teorii i praktyce zarządzania*, red. H. Zadora, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 20; G. Michalski, *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 22.

kapitał¹⁴. Podczas gdy dla spółki publicznej możliwą do obserwowania i prawdziwą miarą bogactwa akcjonariuszy jest cena akcji, w wypadku małych przedsiębiorstw, które nie są notowane na giełdzie można kierować się przypuszczeniami dotyczącymi przyszłości przedsiębiorstwa i jego wartości¹⁵. Wybór jednego celu działania zapewnia finansom przedsiębiorstw spójność, chociaż bywa to niewygodne dla teoretyków finansów czy praktyków, którzy twierdzą, że powinno być wiele celów zapewniających korzyści wielu różnym interesariuszom (np. akcjonariuszom, pracownikom, klientom).

Wartość rynkowa firmy determinowana jest przez przepływy pieniężne, jakie aktywa firmy będą generować w przyszłości oraz przez niepewność towarzyszącą przepływowi pieniężnym¹⁶. Wartość dla właścicieli można zatem zapisać¹⁷:

Wartość firmy dla właścicieli = bieżąca wartość przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo – wartość długu.

W przypadku małej firmy na korzyści właściciela składają się zarówno te elementy, które w prosty sposób można wyrazić w postaci pieniężnej, jak i te, które może oszacować i wyrazić w postaci pieniężnej jedynie sam właściciel (np. elastyczność czasu pracy, niezależność). Wartość małego przedsiębiorstwa można zapisać według wzoru¹⁸.

Wartość małego przedsiębiorstwa dla właściciela = $SV_{MSP} + EV_{MSP} - \text{dług netto} =$

$$SV_{MSP} + \sum_{t=1}^n \frac{E(FCFF_t)}{(1+k)^t} - \text{dług netto}$$

gdzie:

SV_{MSP} – pozafinansowe czynniki kształtujące wartość MŚP dla właściciela,

EV_{MSP} – wartość przedsiębiorstwa wynikająca z oczekiwanych przepływów pieniężnych,

$E(FCFF_t)$ – wartość oczekiwanych przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo,

k – stopa dyskontowa stanowiąca koszt kapitału przedsiębiorstwa,

dług netto – zobowiązania odsetkowe pomniejszone o środki pieniężne.

Wartość przepływów pieniężnych dla firmy można natomiast wyznaczyć z równania:

$FCFF = \text{NOPAT} + \text{amortyzacja} - \text{nakłady inwestycyjne} - \text{zmiany w kapitale pracującym} = (\text{przychody} - \text{koszty działalności operacyjnej}) \times (1 - \text{stawka podatku dochodowego}) + \text{amortyzacja} - \text{nakłady inwestycyjne} - \text{zmiany w kapitale pracującym}$.

¹⁴ *Finanse małego...*, s. 20.

¹⁵ A. Damodaran, *Finanse korporacyjne...*, s. 50.

¹⁶ *Ibidem*, s. 45; *Finanse małych...*, s. 315.

¹⁷ *Determinanty...*, s. 15.

¹⁸ G. Michalski, *Płynność finansowa...*, s. 23–24. Wzór został zmodyfikowany, gdyż wyznaczając wartość dla właściciela należy wyłączyć dług oprocentowany pomniejszony o gotówkę (dług netto).

Z kolei koszt kapitału własnego małego przedsiębiorstwa, w myśl ogólnie przyjętej w teorii finansów przedsiębiorstw¹⁹ definicji, stanowi wymaganą stopę zwrotu dla właściciela, która uzależniona jest od alternatywnej inwestycji pozbawionej ryzyka i premii za ryzyko inwestowania w działalność, co można w uproszczeniu wyrazić zapisem:

Wymagana stopa zwrotu = koszt kapitału małego przedsiębiorstwa = stopa wolna od ryzyka + premia za ryzyko firmy.

Zatem na wartość małego przedsiębiorstwa wpływa zarówno wysokość osiąganego zysku operacyjnego, jak i ryzyko prowadzenia działalności ujęte w koszcie kapitału.

3. Próba określenia wpływu ubezpieczeń na wartość małej firmy

Rozważania nad wpływem ubezpieczeń na wartość małej firmy można rozpatrywać na dwóch poziomach. Po pierwsze można zadać pytanie ogólne – czy ochrona ubezpieczeniowa ma związek z wartością, co prowadzi do porównania hipotetycznego poziomu kształtowania się wartości firmy objętej ochroną ubezpieczeniową z poziomem bez takiej ochrony. Po drugie natomiast, zakładając, że małe przedsiębiorstwo korzysta z oferty przedsiębiorstw ubezpieczeniowych należy rozważyć siłę i kierunek oddziaływania ubezpieczeń na wartość firmy.

Odpowiedź na pierwsze pytanie jest dosyć oczywista. Wzrost wartości małej firmy może zostać ograniczony przez nagłe zdarzenie losowe, które nie znalazło pokrycia we właściwym ubezpieczeniu (ochronie ubezpieczeniowej). Ochrona ubezpieczeniowa wspiera zatem realizację celu finansowego małego przedsiębiorstwa, jakim może być wzrost jego wartości. Dzięki uzyskanemu odszkodowaniu przedsiębiorca kontynuuje działalność operacyjną zgodnie z przyjętą strategią, co z kolei może przełożyć się na dalszy jej rozwój oraz wzrost wartości. Brak zabezpieczeń może natomiast doprowadzić do problemów z realizacją bieżącej działalności, a to z kolei może skutkować zaburzeniami w przepływach pieniężnych, problemami z płynnością finansową, a w ostateczności doprowadzić do niewypłacalności i bankructwa.

Odpowiedź na drugie pytanie – o wpływ podjętej ochrony ubezpieczeniowej na wartość firmy należy rozważyć biorąc pod uwagę przedstawioną powyżej formułę wartości małego przedsiębiorstwa dla właściciela. Jak już wspomniano, na wartość małej firmy mogą wpływać pozafinansowe czynniki oraz wartość zaktualizowana oczekiwanych przepływów pieniężnych. Abstrahując od tych pierwszych, o fluktuacjach wartości firmy decydować będą zmiany w wartości oczekiwanej przepływów, w wysokości kosztu kapitału czy zakładanym czasie prowadzenia działalności gospodarczej.

¹⁹ A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Warszawa–Rzeszów 2007, s. 59; E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, t. 1. PWE, Warszawa 2000, s. 246; A. Damodaran, *Finanse korporacyjne...*, s. 314.

Stosowanie ubezpieczeń z pewnością obniża ryzyko prowadzenia działalności małej firmy. W ramach ochrony ubezpieczeniowej następuje transfer ryzyka powodując, że przedsiębiorstwo zyskuje pewność uzyskania rekompensaty finansowej od ubezpieczyciela w razie wystąpienia określonego w umowie ubezpieczeniowej zdarzenia losowego. Tym samym zmniejszające się ryzyko przekłada się na niższą oczekiwaną przez właściciela firmy stopę zwrotu. Działalność jest mniej ryzykowna, co powoduje, że właściciel oczekuje niższej premii za ryzyko firmy.

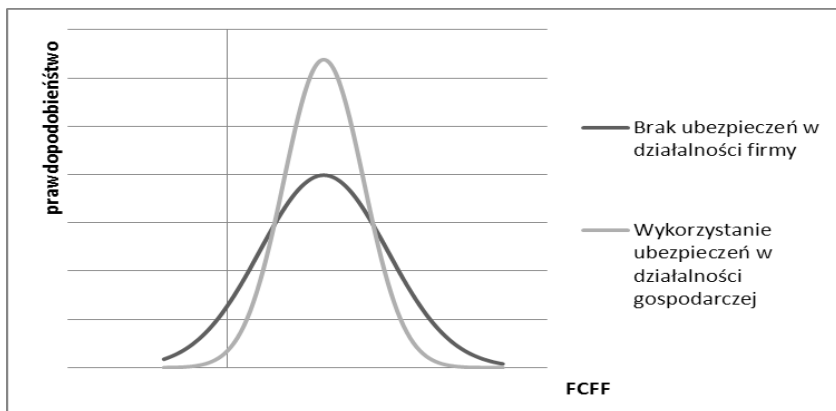
Podjęcie ochrony ubezpieczeniowej wiąże się natomiast z uiszczeniem składki, która najczęściej stanowi koszt działalności operacyjnej i jest kosztem uzyskania przychodu, a zatem obniża podstawę opodatkowania, a ostatecznie wpływa na wielkość generowanego zysku operacyjnego NOPAT²⁰. Sytuacja dotyczy tych małych przedsiębiorstw, które rozliczają się na zasadach ogólnych – według skali podatkowej czy też podatku liniowego. W wypadku firm korzystających z ryczałtowych form opodatkowania (karta podatkowa, ryczałt od przychodów ewidencjonowanych) składka ubezpieczeniowa wpływa na uszczuplenie gotówki, będącej do dyspozycji właściciela, jednak w zamian za uiszczoną składkę mały przedsiębiorca spodziewa się uzyskać odszkodowanie. W celu określenia związku między płaconą składką a wartością oczekiwaną przepływów pieniężnych należy odwołać się do pojęcia składki czystej (netto) i brudnej (brutto). Składka netto (*net premium*) przeznaczona jest wyłącznie na pokrycie odszkodowań i świadczeń związanych z zawartymi umowami ubezpieczenia. Jest to cena pokrywająca koszty ryzyka ponoszonego przez ubezpieczyciela w danym okresie²¹. Gdyby przedsiębiorstwo uiszczało wyłącznie składkę czystą, to oczekiwane odszkodowanie zrekompensowałoby opłaconą składkę, a zatem nie miałoby miejsca obniżenie oczekiwanych przepływów. W rzeczywistości jednak przedsiębiorcy płacą składkę brudną (brutto), w której są oprócz podstawowego elementu – składki netto – także inne dodatki, umożliwiające ubezpieczycielowi sfinansowanie wszystkich kosztów, związanych z działalnością ubezpieczeniową (np. dodatek na koszty administracyjne, koszty akwizycji, działania prewencyjne)²². Tym samym składka brutto obniża oczekiwaną wartość przepływów.

Zatem gdyby istniała wyłącznie składka czysta, to ubezpieczenie działalności małej firmy przyniosłoby korzyści w postaci obniżenia ryzyka, natomiast wartość oczekiwana przepływów byłaby taka sama, jak w sytuacji bez ubezpieczenia, gdyż oczekiwane odszkodowanie rekompensuje oczekiwaną szkodę. Biorąc pod uwagę mniejsze ryzyko, stopa wymagana przez właściciela będzie niższa, a co za tym idzie wzrośnie wartość bieżąca przepływów pieniężnych (rys. 1). Zatem w modelowym ujęciu, zakładając występowanie składki czystej, ubezpieczenia mają pozytywny wpływ na wartość przedsiębiorstwa.

²⁰ M. Wiczorek-Kosmala, *Wpływ ubezpieczeń gospodarczych na rynkową wartość dodaną przedsiębiorstwa*, Fundacja WARTY i Kredyt Banku „Razem możemy więcej”, Warszawa 2009, s. 161.

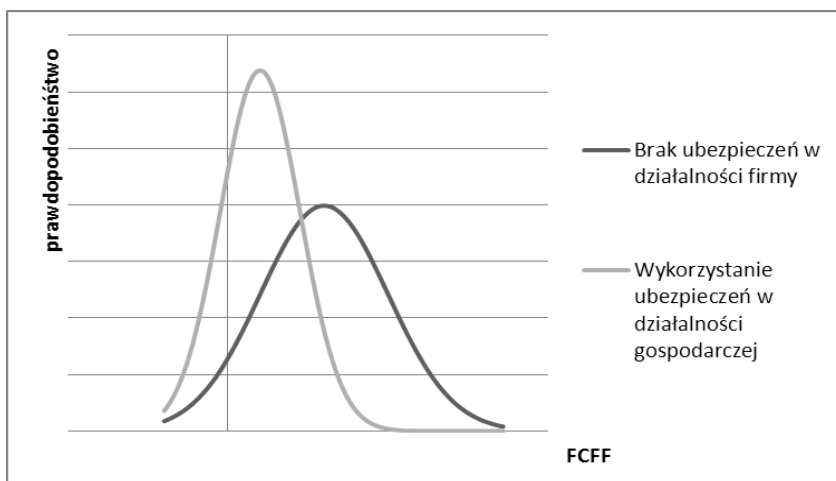
²¹ A. Bera, *Ochrona ubezpieczeniowa w działalności mikro i małych przedsiębiorstw*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2012, s. 176.

²² *Ibidem*, s. 177.



Rysunek 1. Wpływ ubezpieczeń na oczekiwane przepływy i ryzyko – składka czysta

Źródło: opracowanie własne.

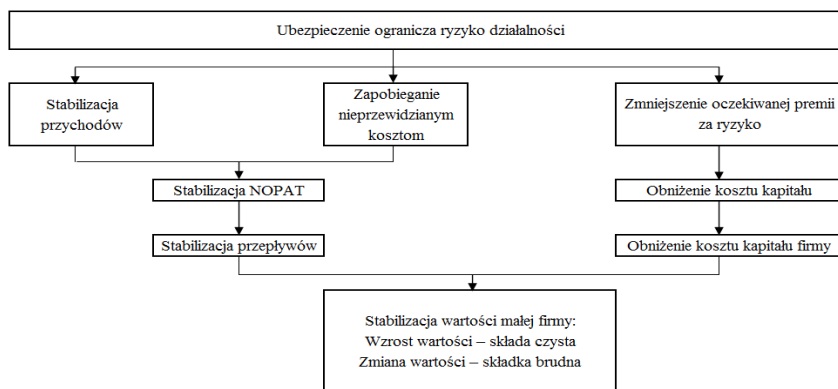


Rysunek 2. Wpływ ubezpieczeń na oczekiwane przepływy i ryzyko – składka brudna

Źródło: opracowanie własne.

W rzeczywistości jednak składka czysta jest podwyższana o dodatkowe koszty, dlatego też nie wystąpi równowaga między oczekiwaną rekompensatą a opłaconą składką. W efekcie oczekiwana wartość przepływów jest niższa niż w sytuacji braku ubezpieczeń, jednak równocześnie ze względu na ubezpieczenie obniża się ryzyko towarzyszące działalności, zatem stopa zwrotu oczekiwana przez właściciela małej firmy będzie niższa. Brudna składka ubezpieczeniowa wywołuje zatem dwie przeciwstawnie działające na wartość firmy siły – jedna z nich powoduje spadek przepływów, co przekłada się na obniżenie wartości, a druga siła wpływa na zmniejszenie stopy dyskontowej, co z kolei prowadzi do wzrostu wartości (rys. 2). Teoretycznie trudno odpowiedzieć bez budowy odpowiedniego modelu, która siła ma przewa-

gę i czy ostatecznie ubezpieczenie małej firmy wpłynie na wzrost wartości czy jej spadek. Jedno jest pewne, siła ta będzie uzależniona od wielu parametrów, m.in. skłonności właściciela małej firmy do ryzyka. Dla osób wrażliwych na ryzyko (z awersją do ryzyka) spadek stopy dyskontowej wywołanej ubezpieczeniem będzie większy niż dla tych charakteryzujących się mniejszą wrażliwością na ryzyko. Niemniej jednak ubezpieczenia będą miały wpływ na stabilizację przychodów operacyjnych, kosztów działalności operacyjnej, a co za tym idzie przepływów pieniężnych i ostatecznie wartości przedsiębiorstwa (rys. 3)



Rysunek 3. Wpływ ubezpieczeń na wartość małej firmy

Źródło: opracowanie własne.

Podsumowanie

Podstawowym uwarunkowaniem koncepcji VBM jest wzrost potrzeb kapitałowych przedsiębiorstw, a co za tym idzie rozwój rynku kapitałowego. W związku z tym, konwencjonalna teoria finansów za podstawowy cel finansowy funkcjonowania przedsiębiorstwa stawia wzrost wartości przedsiębiorstwa. W wypadku małego przedsiębiorstwa wzrost jego wartości nie jest ujawniony ze względu na brak wyceny przez rynek, w związku z czym nie da się przejąć bezpośrednio koncepcji VBM na potrzeby zarządzania małym przedsiębiorstwem. W realizowaniu celu finansowego, jakim z teoretycznego punktu widzenia powinno być maksymalizowanie bogactwa właściciela, można jednak kierować się przypuszczeniami co do kierunków zmian w wartości wywołanych podjęciem określonych działań. Taką też metodę przyjęto, analizując wpływ wykorzystania ubezpieczeń w działalności małego przedsiębiorstwa na jego wartość. Ubezpieczenia stanowią formę transferu ryzyka na inny podmiot, zatem zmniejszają ryzyko działalności gospodarczej, co ma swoje konsekwencje w obniżeniu wymaganej stopy zwrotu z działalności i wzroście wartości przedsiębiorstwa. Składka stanowi natomiast koszt i wiąże się z uszczupleniem będących do dyspozycji przedsiębiorstwa środków pieniężnych, co nie odpowiada oczekiwanemu odszkodowaniu w wypadku składki brudnej i wpływa na obniżenie

oczekiwanych przepływów. Ostateczna odpowiedź, która siła ma większe oddziaływanie na wartość małej firmy nie jest łatwa, ze względu, np. na odmienny stosunek do ryzyka każdego właściciela, a co za tym idzie inny wpływ ochrony ubezpieczeniowej na oczekiwaną stopę zwrotu. Niemniej jednak wykorzystanie ubezpieczeń w działalności stabilizuje oczekiwane przepływy i zmniejsza ryzyko, zatem pozytywnie wpływa na wartość małego przedsiębiorstwa.

Literatura

- Bera A., *Ochrona ubezpieczeniowa w działalności mikro i małych przedsiębiorstw*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2012.
- Bławat F., *Przedsiębiorca w teorii przedsiębiorczości i praktyce małych firm*, Gdańskie Wydawnictwo Naukowe, Gdańsk 2003.
- Brigham E.F., Gapenski L.C., *Zarządzanie finansami*, t. 1, PWE, Warszawa 2000.
- Cwynar A., Cwynar W., *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Warszawa–Rzeszów 2007.
- Damodaran A., *Finanse korporacyjne: teoria i praktyka*, Helion, Gliwice 2007.
- Finanse małego przedsiębiorstwa: w teorii i praktyce zarządzania*, red. H. Zadora, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Finanse małych i średnich przedsiębiorstw*, red. W. Pluta, PWE, Warszawa 2004.
- Forgas J.P., Williams K.D., Wheeler L., *Umysł społeczny. Poznawcze i motywacyjne aspekty zachowań interpersonalnych*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2005.
- Forlicz S., *Niedoskonała wiedza podmiotów rynkowych*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Kuczowicz J., *Kreowanie wartości w zarządzaniu małym przedsiębiorstwem - przyszłość, czy ślepa uliczka?*, w: *Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami. Wycena przedsiębiorstw, zarządzanie wartością, zarządzanie ryzykiem*, red. D. Zarzecki, Uniwersytet Szczeciński, Zeszyty Naukowe nr 761, Szczecin 2013.
- Kuczowicz J., *Wycena małego przedsiębiorstwa*, CeDeWu, Warszawa 2012.
- Michalski G., *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Mugler J., *Betriebswirtschaftslehre der Klein- und Mittelbetriebe*, Band 1, Verlag Springer Wien NewYork, Austria 1998.
- Raport o sytuacji mikro i małych firm w 2012 r.*, Raport Bank Pekao SA, Warszawa 2013.
- Skoczylas W., *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
- Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady*, red. A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, Deloitte, Poltext, Warszawa 2008.
- Wieczorek-Kosmala M., *Wpływ ubezpieczeń gospodarczych na rynkową wartość dodaną przedsiębiorstwa*, Fundacja WARTY i Kredyt Banku „Razem możemy więcej”, Warszawa 2009.
- Zarządzanie małym i średnim przedsiębiorstwem*, red. K. Safin, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2012.

DISCUSSION ON THE VALUE OF SMALL ENTERPRISES AND POSSIBILITIES OF USING INSURANCE IN THE PROCESS OF ITS CREATION**Summary**

The purpose of this article is to discuss the specifics of the small enterprise and its value. Theoretical considerations have been taken on the impact of insurance used in the small enterprise risk management on its value. The analysis was performed for net and gross insurance premium. It was found that the use of insurance stabilizes expected cash flow and reduces risk, thus positively affecting the small businesses value. In the case of net premium an increase in company value is expected, while in case of gross premium it is difficult to predict the direction of change in company value, since it will depend, inter alia, on the owner's sensitivity to risk.

Keywords: insurance, small enterprise, company value

Translated by Katarzyna Prędkiewicz