

Aleksandra Zygmunt

Politechnika Opolska

DOSTĘPNOŚĆ ŹRÓDEŁ KAPITAŁU W WARUNKACH FUNKCJONOWANIA POLSKICH PRZEDSIĘBIORSTW

1. Wstęp

Jedną z najistotniejszych decyzji stojących przed współczesnym przedsiębiorstwem jest wybór źródeł kapitału, decyzja ta ma bowiem długookresowe konsekwencje. Zadaniem polityki finansowej jest więc takie ukształtowanie struktury kapitału, aby umożliwiała ona realizację celów przedsiębiorstwa, zarówno w długim, jak i krótkim czasie, biorąc pod uwagę także czynniki zewnętrzne i wewnętrzne wpływające na strukturę kapitału. Podejmując decyzje o wyborze określonego źródła kapitału, przedsiębiorstwa powinny ponadto uwzględnić dostępność danego źródła kapitału z punktu widzenia m.in. specyfiki prowadzonej działalności.

2. Źródła kapitału przedsiębiorstw

W dobie rozwijających się rynków finansowych przedsiębiorstwa posiadają coraz większe możliwości pozyskiwania kapitału niezbędnego do prowadzenia działalności.

Źródła kapitału, w zależności od sposobu pozyskania, dzielone są na źródła zewnętrzne oraz wewnętrzne. Do podstawowych źródeł wewnętrznych zalicza się przede wszystkim zysk netto oraz ciche rezerwy. Z kolei źródła zewnętrzne ulegają podziałowi na źródła własne oraz obce.

Jednym ze znaczących możliwości pozyskania kapitału, należącym do źródeł zewnętrznych własnych, jest nowa emisja akcji przedsiębiorstwa. Ponadto w ostatnich latach wzrasta również ranga źródła, jakim są fundusze typu *private equity*

czy też *venture capital*. Oprócz nowej emisji akcji oraz *venture capital* do źródeł zewnętrznych własnych zalicza się także *agio*, dopłaty akcjonariuszy, dotacje i subwencje oraz sprzedaż bezpośrednią majątku.

Z kolei do podstawowych elementów należących do źródeł zewnętrznych obcych należą kredyty i pożyczki, jak również kredyty kupieckie. Podkreślenia wymaga również możliwość pozyskania kapitału poprzez emisję dłużnych papierów wartościowych, przede wszystkim drogą emisji obligacji przedsiębiorstw oraz bonów komercyjnych.

Poza zaprezentowanym podziałem warto zwrócić uwagę na rosnące znaczenie, a także wykorzystywanie alternatywnych źródeł kapitału, czyli przede wszystkim faktoringu, forfaitingu, franchisingu oraz leasingu.

3. Dostępność kapitałów w tworzeniu struktury kapitału

Zgodnie z badaniami empirycznymi za najcenniejsze źródło kapitału przedsiębiorstwa uważają samofinansowanie [Bielawska 2000, s.15-16]. Wobec tego za najcenniejsze z punktu widzenia przedsiębiorstwa źródło kapitału uznawany jest zysk netto.

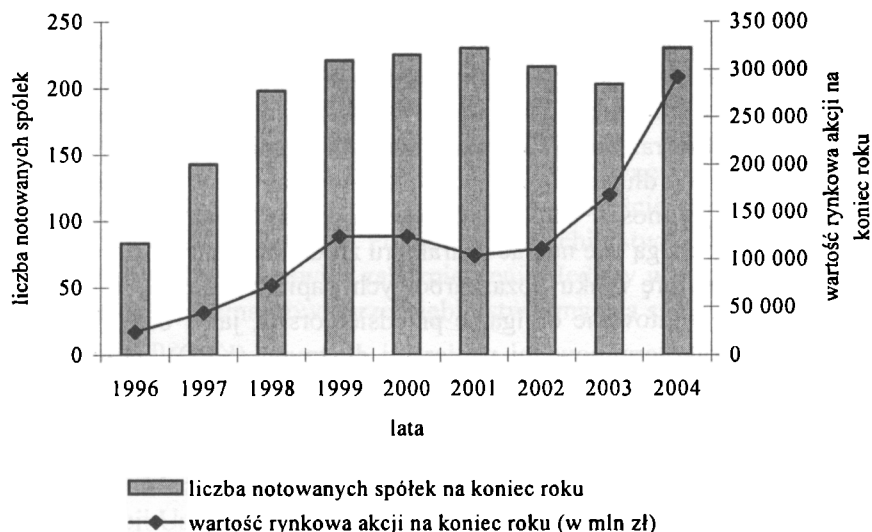
Coraz częściej wykorzystywanym źródłem stają się również fundusze typu *venture capital* oraz *private equity*. Fundusze te funkcjonują w Polsce od początku lat dziewięćdziesiątych, dynamicznie się rozwijając. Z roku na roku zwiększa się również liczba przedsiębiorstw wykorzystujących możliwości oferowane przez to źródło. *Venture capital* preferowany jest zwłaszcza przez przedsiębiorstwa posiadające trudności z uzyskaniem kredytu bankowego ze względu na ponadprzeciętne ryzyko bez posiadania stosownych do jego wysokości zabezpieczeń, które w przypadku *venture capital* rozkłada się na nowych właścicieli. Ponadto źródło to wykorzystywane jest przez przedsiębiorstwa pragnące zachować w tajemnicy wiele istotnych dla działalności firmy informacji, które wiązałyby się z ich ujawnieniem przy wykorzystaniu innego źródła kapitału. Istotnym plusem *venture capital* jest również to, że przedsiębiorstwa mogą go pozyskać na każdym etapie swojego rozwoju.

W Polsce funkcjonuje obecnie około 30 funduszy typu *private equity* oraz *venture capital* [Tamowicz 2001, s. 18]. Rozwój funduszy *venture capital* wspierany jest także przez Unię Europejską w ramach tzw. strategii lizbońskiej. Można zatem przewidywać ich dalszy dynamiczny rozwój w Polsce.

Coraz więcej przedsiębiorstw jako źródło kapitału wykorzystuje nową emisję akcji. Zjawisko to jest zauważalne zwłaszcza po analizie danych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, dotyczących liczby przedsiębiorstw uczestniczących w obrocie giełdowym oraz wartości rynkowej akcji w kolejnych latach, co prezentuje wykres na rys. 1.

Rok 2003 jest traktowany jako przełomowy. Wtedy bowiem odnotowano, po raz pierwszy od kilku lat, trwałe ożywienie na rynku pierwotnym, będące skutkiem wzro-

stu zainteresowania pozyskaniem kapitału poprzez giełdę [Raport... 2003, s. 23]. Na koniec 2003 r. na giełdzie notowanych było 203 przedsiębiorstw. Ożywienie występowało również w roku następnym, kiedy to notowano już 230 przedsiębiorstw.



Rys. 1. Liczba przedsiębiorstw uczestniczących w obrocie giełdowym oraz wartość rynkowa akcji w kolejnych latach

Źródło: opracowanie własne na podstawie wskaźników rocznych akcji WGPW [www.gpw.pl].

Natomiast dostępność kredytów bankowych dla przedsiębiorstw jest określana jako średnia, uzależniona w zasadzie od posiadania zdolności kredytowej [Sobiech 2002, s. 481]. Przedsiębiorstwa porównują również koszt pozyskania kredytu z innymi możliwościami pozyskania kapitału. Ogólną liczbę kredytów bankowych krótko- oraz długoterminowych zaprezentowano w tab. 1.

Tabela 1. Kredyty bankowe w strukturze zobowiązań podmiotów gospodarczych

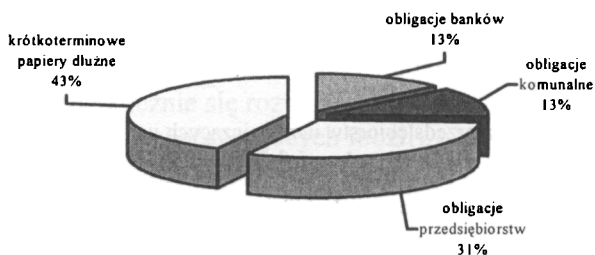
Wyszczególnienie	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Długoterminowe kredyty bankowe (w mln zł)	29 737,5	37 726,9	50 618,6	62 477,5	70 890,4	73 126,8	71 836,4
Udział w zobowiązaniach ogółem (w %)	20,62	18,72	18,01	17,72	16,90	15,56	14,40
Krótkoterminowe kredyty bankowe (w mln zł)	16 724,5	25 710,2	35 129,5	47 879,9	55 117,9	65 705,7	68 683,1
Udział w zobowiązaniach (w %)	11,60	12,76	12,50	13,58	13,14	13,98	13,77

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Bilansowe... 2002].

Można zatem zauważyć, że na przełomie lat 1995-2001 nastąpił stopniowy spadek udziału długoterminowych kredytów bankowych w całości zobowiązań, chociaż utrzymuje się on na poziomie 14,4% w 2001 roku. Zwiększył się natomiast udział krótkoterminowych kredytów bankowych o ok. 2% i od 1998 r. utrzymuje się on na poziomie 13-14%. Przedsiębiorstwa zatem częściej wykorzystują kredyty krótkoterminowe niż długoterminowe. Kredyty jednak nadal traktowane są jako istotne źródło kapitału w porównaniu z innymi źródłami.

Źródłem, które z roku na rok staje się coraz bardziej popularne, jest emisja obligacji przedsiębiorstw oraz bonów komercyjnych. Obligacje mają przede wszystkim zaspokoić potrzeby na długookresowy kapitał, bony zaś emitowane są głównie w celu regulowania płynności. Mają więc one charakter krótkookresowy, chociaż przez ich rolowanie mogą one nabrać charakteru źródła długoterminowego.

Obserwując strukturę rynku pozaskarbowych papierów dłużnych, do których należą zarówno wyemitowane obligacje przedsiębiorstw, jak i bony komercyjne, zwane również krótkoterminowymi papierami dłużnymi (KPD), zauważa się, że większość tego rynku stanowią bony komercyjne, jednakże udział obligacji przedsiębiorstw również jest wysoki, co prezentuje wykres na rys. 2.



Rys. 2. Struktura rynku pozaskarbowych papierów dłużnych (stan na koniec IV kwartału 2004 roku)

Źródło: [Polski rynek... 2004, s. 2].

Po raz pierwszy przeprowadzono emisję KPD w 1992 r., jednakże dopiero 1995 r. uznaje się za okres, w którym nastąpił dynamiczny rozwój rynku krótkoterminowych papierów dłużnych [Przybylska-Kapuścińska 2002, s. 81]. Tendencja wzrostowa zauważalna jest przede wszystkim w ustawicznym zwiększaniu wartości rynku oraz liczby emitentów, co zaprezentowano w tab. 2.

W roku 2002 oraz w roku kolejnym zauważalny jest spadek zarówno wartości rynku, jak i liczby emitentów. Rozpatrując dynamikę w skali roku, można stwierdzić, że wykazuje ona tendencję spadkową. Sytuację z 2002 r. określa się mianem „poważnych zaburzeń na rynku krótkoterminowych papierów dłużnych” [Pałka 2003, s. 354].

Tabela 2. Krótkoterminowe papiery dłużne w latach 1997-2003

Rok	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Wartość rynku (w mln zł)	2554,2	5610,7	6657,8	10 931,0	12 719,8	11 543,3	11 056,2
Dynamika w skali roku (w %)		120,5	18,7	64,2	16,4	-9,2	-4,2
Liczba emitentów	113	176	229	328	309	272	232

Źródło: [Raporty... 1999-2003].

Przedsiębiorstwa coraz częściej wykorzystują tę formę pozyskania kapitału, głównie z powodu możliwości zdobycia środków najczęściej po cenie niższej niż w przypadku kredytu bankowego. Ponadto przedsiębiorstwo pozyskujące kapitał poprzez KPD nie musi ustanawiać zabezpieczenia. Jedyny warunek stanowi dobra sytuacja ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa, mająca swoje odzwierciedlenie w uzyskanym ratingu.

Stwierdzono, iż po sytuacji z 2002 r. w zasadzie rynek ten jest przeznaczony dla większych i najlepszych przedsiębiorstw [Pałka 2003, s. 354].

Kolejnym segmentem rynku pozaskarbowych papierów dłużnych są obligacje przedsiębiorstw. Możliwości pozyskania kapitału drogą emisji obligacji zwiększyły się po nowelizacji Ustawy z 29 czerwca 2000 r. *o obligacjach* (DzU 2000 nr 60, poz. 720), która znosiła liczne ograniczenia, jakie niesła Ustawa z 29 czerwca 1995 r. (DzU 1995 nr 83, poz. 420).

Pierwsze obligacje na rynku polskim związane były z przedsiębiorstwami państwowymi i dopiero w 1988 r. wszystkie podmioty gospodarcze uzyskały taką możliwość. Ze względu na fakt, iż początek lat dziewięćdziesiątych charakteryzował się wysoką inflacją, co z kolei nie skłaniało przedsiębiorstwa do emisji obligacji, uważa się, że rynek obligacji zaczął rozwijać się od 1994 r. [Szyszko 2000, s. 93]. Wartość rynku obligacji przedsiębiorstw w kolejnych latach zaprezentowano w tab. 3.

Tabela 3. Obligacje przedsiębiorstw i banków w latach 1997-2003

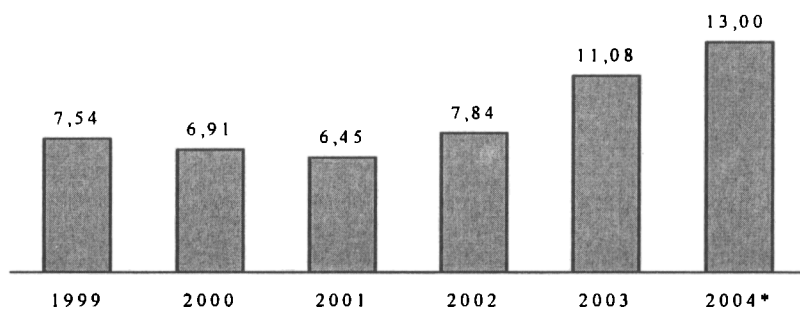
Lata	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Liczba emitentów	19	47	46	52	56	59	67
Wartość rynku (w mln zł)	563,5	1378,8	1830,9	2492,8	3052,4	6074,3	8076,8
Dynamika w skali roku (w %)		144,7	32,8	36,2	22,4	99,0	33,0

Źródło: [Raporty... 1999-2003].

Segment ten rozwija się słabiej niż KPD, jednakże coraz więcej przedsiębiorstw upatruje w obligacjach przedsiębiorstw możliwości pozyskania kapitału. Większość tych emisji to emisje niepubliczne. Emisje publiczne są wyjątkami.

Z pewnością zjawiskiem skłaniającym przedsiębiorstwa do emisji obligacji jest nowelizacja ustawy o obligacjach, ułatwiająca rozwój tego rynku.

Przechodząc do alternatywnych źródeł kapitału, należy zauważyć, że rynek leasingu w Polsce rozwija się bardzo dynamicznie. Stwierdza się nawet, że począwszy od początku lat dziewięćdziesiątych do 1999 r. rynek leasingu był najszybciej rozwijającym się podsektorem rynku usług finansowych [Żakowski 2002, s. 78]. W roku 2000 na rynku leasingu nastąpił kryzys związany ze spowolnieniem wzrostu gospodarczego, co wiązało się również z ograniczeniem liczby inwestycji. Kryzys przyczynił się jednakże do konsolidacji polskiego rynku leasingu. Wartości środków oddanych w leasing od 1999 r. zaprezentowano na rys. 3.



* rok 2004 podany jako prognoza.

Rys. 3. Rynek leasingu w latach 1999-2003 (wartość środków oddanych w leasing w mld zł)

Źródło: Związek Przedsiębiorstw Leasingowych.

Zauważalne zatem się staje, że rynek leasingu rozwija się dynamicznie, przedsiębiorstwa mają więc pełen dostęp do tego źródła kapitału. Istnieje również duża liczba instytucji oferujących usługi leasingowe, a także dobra dostępność do informacji na temat leasingu i jego korzyści dla korzystającego. Jedną z głównych korzyści zastosowania leasingu jest fakt, że przedsiębiorstwo ma możliwość wliczenia kosztów leasingu w koszty uzyskania przychodów. Najbardziej rozpowszechnioną w Polsce formą leasingu jest *leasing operacyjny*.

Przedsiębiorstwa często stają przed wyborem pomiędzy leasingiem, kredytem a faktoringiem. Faktoring rozwija się w Polsce od 1990 r., jednakże rynek usług faktoringowych uznawany jest jeszcze za rynek znajdujący się w początkowej fazie rozwoju [Nowicki 2002, s. 50]. Dopiero od kilku lat zwiększa się udział firm świadczących, oprócz banków, usługi faktoringowe. Jest to pozytywna tendencja, gdyż może skłaniać (w szerszej perspektywie) do poprawy jakości usług oraz zmniejszenia opłat faktoringowych. Coraz więcej przedsiębiorstw wykorzystuje faktoring jako źródło kapitału. Najczęściej pozyskanie takiego kapitału wiąże się z

próbą odpowiedzi na pytanie: co będzie korzystniejsze, faktoring czy kredyt obrotowy? Odpowiedź na to pytanie na pewno zależy od danego przedsiębiorstwa. Faktoring jest łatwiejszym do zdobycia źródłem w przypadku, gdy przedsiębiorstwo boryka się z brakiem zdolności kredytowej zapewniającej uzyskanie kredytu.

Faktoring traktowany jest jako źródło o średniej dostępności, bardziej dostępne dla przedsiębiorstw większych, głównie z powodu skali ich obrotów [Sobiech 2002, s. 481]. Koszt faktoringu zbliżony jest do kosztu kredytu krótkoterminowego.

Obok faktoringu należy rozpatrzeć również *forfaiting*. Można jednak zauważyć, iż o ile *forfaiting* jest bardzo rozpowszechniony na rynkach międzynarodowych, o tyle w Polsce jest to usługa jeszcze mało popularna.

Franchising funkcjonuje w Polsce od około 12 lat. Z pewnością jest on szansą dla małych i średnich przedsiębiorstw. Istnieje jednak potrzeba zaznajomienia przedsiębiorstw z możliwościami, jakie niesie ze sobą *franchising*. Podstawowe przyczyny niewykorzystywania tego źródła upatruje się w powstrzymywaniu się przez przedsiębiorstwa z wystawianiem weksli oraz trudnościach w oszacowaniu ryzyka klienta, zwłaszcza zagranicznego [Domarecki 2003, s. 89]. Jednakże wykorzystanie *franchisingu* jako źródła kapitału stale rośnie.

4. Zakończenie

Przedsiębiorstwa, podejmując decyzje o wyborze określonych źródeł kapitału, powinny rozważyć szereg czynników przemawiających za ich wykorzystaniem do celów przedsiębiorstwa. Istotnym elementem jest również uwzględnienie przy wyborze kosztu wykorzystania danego źródła w porównaniu z innymi.

Przedsiębiorstwa posiadają dość dużą dostępność do opisywanych źródeł, jednakże ich wykorzystanie zależne jest m.in. od takich czynników, jak np. posiadanie zdolności kredytowej czy też możliwości uczestnictwa w obrocie giełdowym oraz pozagiełdowym.

Rozwój rynków finansowych powoduje jednak wzrost możliwości pozyskania kapitału przez polskie przedsiębiorstwa.

Literatura

- Analiza ryzyka venture capital w Polsce*, pod kier. Tamowicza P., Raport końcowy opracowany na zlecenie Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości (umowa nr DG/16/2001), Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2001 (www.ibngr.edu.pl).
- Bielawska A., *Samofinansowanie jako instrument finansowania przedsiębiorstw*, „*Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*” 2000, nr 7.
- Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych za lata 1995-2001*, GUS, Warszawa 2002.
- Domarecki P., *Firma pod obcą marką*, „*Profit*” 2003, nr 6.
- Finanse przedsiębiorstwa*, red. L. Szyszko, PWE, Warszawa 2000.

- Fitch Polska SA, *Polski rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie II kwartału 2004 roku. Kapitałowa strategia przedsiębiorstwa*, red. J. Sobiech, Wydawnictwo AE, Poznań 2002.
- Nowicki M., *Factoring – komentarz dla przedsiębiorcy*, „Finansista” 2002, nr 3.
- Pauka M., *Jak uniknąć bankructw na rynku krótkoterminowych papierów dłużnych*, [w:] *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, red. D. Zarzecki, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2003.
- Raport Roczny Giełdy Papierów Wartościowych za rok 2003*, www.gpw.pl.
- Raporty o stanie rynku pt. „Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych” publikowane przez Środkowoeuropejskie Centrum Ratingu i Analiz S.A. (CERA) oraz (po przejęciu CERA przez firmę Fitch) przez Fitch Polska S.A. za lata 1999-2003.
- Rynek papierów wartościowych w Polsce. Wybrane problemy*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Wydawnictwo AE, Poznań 2002.
- Żakowski M., *Zgubna niezależność*, „Home&Market” 2002, nr 4 (118).

AVAILABILITY OF CAPITAL SOURCES IN THE CONDITIONS OF POLISH COMPANIES FUNCTIONING

Summary

This article shows the possibilities of capital gaining by Polish companies. It also indicates the main sources of capital with its availability, with particular consideration to profit, credits, venture capital, emissions of shares, bonds, leasing, factoring and also franchising.