

## **Możliwości finansowania rozwoju przedsiębiorstw. Z pustego i Salomon...**

**Autor: dr Wacław Wajda**

**(Nafta & Gaz Biznes – kwiecień 2004)**

Kapitał umożliwiający sprawne funkcjonowanie przedsiębiorstwa pochodzi zazwyczaj z różnych źródeł. Przyjmując jako kryterium podziału źródła pochodzenia kapitału, wyróżnia się: finansowanie wewnętrzne i zewnętrzne.

Funkcjonowanie i rozwój każdego podmiotu gospodarczego wymaga pozyskiwania kapitałów i takiego gospodarowania nimi, aby maksymalizować wartość przedsiębiorstwa. Pozyskiwanie kapitału, określane mianem „finansowania”, stanowi istotny obszar zarządzania przedsiębiorstwem. W ramach zarządzania finansami przedsiębiorstw podejmuje się decyzje inwestycyjne i finansowe. Decyzje inwestycyjne dotyczą wielkości i struktury aktywów, natomiast decyzje finansowe odnoszą się do źródeł ich finansowania, a więc są to decyzje o gromadzeniu kapitału. Należy zwrócić uwagę na kolejność podejmowania decyzji inwestycyjnych i finansowych.

Proces decyzyjny powinien rozpocząć się od sformułowania potrzeb inwestycyjnych. W dalszej kolejności należy określić możliwości i warunki ich sfinansowania. Po przeprowadzeniu oceny efektywności podejmuje się decyzję o akceptacji bądź odrzuceniu projektu inwestycyjnego. Zarządzający finansami z reguły nie są pewni skutków podejmowanych decyzji finansowych, ale z całą pewnością mogą stwierdzić, że odrzucenie efektywnego projektu inwestycyjnego z powodu braku kapitału ograniczy w przyszłości rozwój firmy.

Kapitał umożliwiający sprawne funkcjonowanie przedsiębiorstwa pochodzi zazwyczaj z różnych źródeł. Przyjmując jako kryterium podziału źródła pochodzenia kapitału, wyróżnia się: finansowanie wewnętrzne i zewnętrzne.

Finansowanie wewnętrzne polega na zaspokajaniu własnych potrzeb finansowych z wypracowanego zysku, z odpisów amortyzacyjnych, przyspieszenia obrotu kapitału lub sprzedaży zbędnego majątku.

W przypadku finansowania zewnętrznego źródła kapitałów znajdują się poza przedsiębiorstwem. Mogą to być środki pochodzące z emisji akcji, których nabywcy stają się współwłaścicielami przedsiębiorstwa lub środki obce pozyskane na rynku pieniężnym albo na rynku kapitałowym w postaci kredytów bądź środków pieniężnych ze sprzedaży obligacji.

**Długoterminowo**

Dla pozyskiwania środków na rozwój zasadnicze znaczenie ma finansowanie długoterminowe. Kapitał długoterminowy można określić jako tę część kapitału przedsiębiorstwa, która powstała w rezultacie wykorzystania instrumentów finansowych o okresie zwrotu lub wykupu dłuższym

niż jeden rok.

Tradycyjnym instrumentem pożyczkowym o długoterminowym charakterze jest kredyt inwestycyjny. Finansuje on działalność rozwojową przedsiębiorstwa i jest negocjowany bezpośrednio między kredytobiorcą a bankiem. W stosunku do publicznych ofert papierów wartościowych kredyt charakteryzuje się takimi zaletami, jak: szybkość, elastyczność i stosunkowo niewielkimi kosztami. Warunki jego udzielenia, dzięki bezpośrednim negocjacjom z bankiem, ustalane są szybciej niż w przypadku emisji papierów dłużnych. Elastyczność kredytu wiąże się z możliwościami szybszego dokonywania zmian w umowie kredytowej niż np. zmian warunków emisji obligacji.

Udzielenie kredytu uzależnione jest od zachowania zdolności kredytowej, a więc zdolności do jego spłaty wraz z odsetkami w określonym terminie. Przy zaciąganiu kredytów inwestycyjnych inwestor musi przedstawić rachunek efektywności projektowanego przedsięwzięcia, tj. musi wykazać, że jego wartość bieżąca netto jest dodatnia i powoduje wzrost wartości przedsiębiorstwa. Poza wykazaniem efektywności kredytobiorca w porozumieniu z bankiem ustala sposób zabezpieczenia kredytu. Pewną uciążliwość dla kredytobiorcy stanowi bankowa kontrola wykorzystania i spłaty kredytu.

## Obligacje

Wśród długoterminowych instrumentów dłużnych często występują obligacje, czyli papiery wartościowe stwierdzające istnienie zobowiązania emitenta do spełnienia określonego świadczenia wobec nabywcy obligacji. Emitent zobowiązuje się do dokonywania spłat odsetek i wykupu obligacji w określonych terminach. Emisja obligacji jest formą zaciągnięcia długu podobną do kredytu długoterminowego. Różnice polegają na tym, że emisja obligacji przeważnie jest ogłaszana, oferowana publicznie i sprzedawana wielu inwestorom, podczas gdy kredyt udzielany jest przez jeden bank, ewentualnie przez konsorcjum banków.

Zadłużenie długoterminowe umożliwia przedsiębiorstwom zrealizowanie inwestycji w danym momencie, natomiast spłata następuje w okresie kilku lub kilkunastu lat. Spłata długu następuje poprzez wykup obligacji ze środków uzyskiwanych z eksploatacji inwestycji.

Emisja obligacji jest korzystna dla pożyczkodawcy z tego względu, że obligacje mogą trafić na rynek wtórny. Sprzedając obligacje na rynku wtórnym pożyczkodawca szybciej odzyskuje dług. Kosztem kapitału pozyskiwanego ze sprzedaży obligacji są odsetki ustalane w momencie emisji. Stopa oprocentowania jest zwykle stała, ale możliwe jest również ustalenie stopy zmiennej.

Z zadłużeniem długoterminowym związane jest ryzyko. Dla ułatwienia pożyczkodawcom oceny sytuacji emitentów, wyspecjalizowane instytucje ekonomiczne opracowują systemy ratingowe, tj. oceny jakościowe obligacji, które wskazują ryzyko ich niespłacenia. Klasyfikacje ryzyka opracowują znane światowe agencje klasyfikacyjne jak na przykład Moody's Investors Service, czy Standard & Poor's Corporation. Przy ocenie obligacji biorą one pod uwagę stopień całkowitego zadłużenia firmy, szybkość wzrostu przychodów i zysków, zewnętrzną sytuację

ekonomiczną i konkurencję. Emitenci rzadko publikują ratingi swoich obligacji, chyba że są bardzo dobre.

Wspomniane klasyfikacje stanowią ważną wskazówkę przy zakupie obligacji. Wielu potencjalnych pożyczkodawców wstrzymuje zakup, jeżeli ocena obligacji jest zbyt niska lub obniża się w porównaniu z ratingiem pierwotnym. Utrzymywanie przez przedsiębiorstwo dobrej pozycji ratingowej obniża koszt pożyczki i zwiększa szanse sprzedaży kolejnych emisji obligacji. Ratingi obligacji wpływają na wysokość odsetek, które emitent musi zapłacić, aby zainteresować nabywców. Generalnie rzecz biorąc, im większe ryzyko (tzn. im niższy rating), tym oprocentowanie obligacji musi być wyższe.

Zaciąganie długu przez przedsiębiorstwa wykazujące zyski i płacące podatek dochodowy jest korzystne, ponieważ rzeczywisty, efektywny koszt długu jest niższy w porównaniu z kosztem nominalnym. Wynika to stąd, iż odsetki od długu stanowią koszt uzyskania przychodu i pomniejszają wynik do opodatkowania a w konsekwencji zmniejszają podatek. Odsetki od długu stanowią tzw. tarczę podatkową, powodującą powstawanie oszczędności podatkowych. Zwiększanie w strukturze pasywów udziału kapitałów obcych związane jest z funkcjonowaniem tzw. dźwigni finansowej. Wykorzystywanie kapitałów obcych jest opłacalne dopóty, dopóki zyskowność operacyjna aktywów jest wyższa niż stopa oprocentowania tych kapitałów. W tym przypadku można mówić o pozytywnym efekcie dźwigni finansowej. Jeżeli jednak kapitały obce inwestowane będą nieefektywnie, dźwignia działa negatywnie, pogłębiając straty.

Przedsiębiorstwa zamierzające korzystać z długu jako źródła finansowania powinny charakteryzować się takimi cechami jak:

- stabilna sprzedaż,
- przewaga w strukturze aktywów takich składników, które mogą stanowić zabezpieczenie,
- relatywnie wysokie tempo wzrostu,
- wysoki poziom stopy opodatkowania,
- liberalne stanowisko zarządu,
- zachowanie elastyczności finansowej.

## Akcje

Jak wspomniałem wcześniej, zewnętrznym źródłem finansowania są kapitały pozyskiwane z emisji akcji. Akcja jest to instrument finansowy (papier wartościowy) reprezentujący częściowy udział jego właściciela w kapitale spółki akcyjnej. Akcjonariusz, czyli właściciel akcji, ma ustalone prawa i obowiązki. Najważniejszym prawem akcjonariusza jest prawo do udziału w zyskach spółki, prawo do części majątku w przypadku jej likwidacji, prawo uczestnictwa w walnym zgromadzeniu i głosowania przy podejmowaniu uchwał. Istotną cechą kapitału akcyjnego jest jego bezterminowość. Akcje nie mają terminu wykupu (wyjątek stanowi likwidacja spółki lub tzw. umorzenie akcji).

Przedsiębiorstwa mają możliwość uzyskania funduszy drogą oferty prywatnej, skierowanej do konkretnego inwestora bądź wąskiej grupy inwestorów, albo poprzez ofertę publiczną.

Spółka i jej właściciele uzyskują szereg korzyści z tytułu funkcjonowania na rynku publicznym, ale równocześnie ponoszą koszty i mają określone obowiązki informacyjne.

Do korzystnych zjawisk wynikających z funkcjonowania na rynku publicznym można zaliczyć:

- dostęp do nowych źródeł kapitału drogą emisji papierów udziałowych (akcji) lub papierów dłużnych (obligacji),
- relatywnie niski koszt pozyskania kapitału,
- wzrost wiarygodności przedsiębiorstwa,
- obiektywną, rynkową wycenę spółki,
- promocję spółki w środkach masowego przekazu,
- możliwość pozyskania inwestora strategicznego.

Wśród ograniczeń i kosztów wymienia się przede wszystkim:

- obowiązki informacyjne, które niechętnie są wykonywane z uwagi na otwarcie się przed konkurencją,
- ryzyko wrogiego przejęcia, drogą skupowania akcji na rynku wtórnym,
- konieczność respektowania praw akcjonariuszy mniejszościowych,
- koszty wprowadzenia papierów wartościowych do publicznego obrotu.

Warto zwrócić uwagę na relację tych kosztów do wartości emitowanych papierów. Relacja ta jest tym mniejsza, im większa jest wartość emisji. Przy emisjach akcji o wartości kilkudziesięciu milionów złotych udział ten waha się w granicach 3-8%, natomiast przy emisjach przekraczających 100 mln zł może obniżyć się do 1%. Przy emisjach obligacji wspomniane relacje kształtują się jeszcze korzystniej i zazwyczaj nie przekraczają poziomu 1%.

W warunkach korzystnej koniunktury można stosunkowo łatwo pozyskiwać kapitał, emitując akcje, w przeciwnym przypadku dostarczyciele kapitału są bardziej ostrożni i chętniej kupują obligacje.

Firmy starają się pozyskać kapitały wówczas, gdy zamierzają realizować efektywne przedsięwzięcia inwestycyjne. W takiej sytuacji należałoby oczekiwać, że rynek zareaguje pozytywnie i akcje znajdą nabywców skłonnych zapłacić wysoką cenę. Tymczasem praktyka pokazuje, że oferta sprzedaży nowych akcji wywołuje z reguły spadek ich cen. Nowa emisja akcji traktowana jest jako wysłanie negatywnego sygnału do inwestorów, czasem też sygnalizuje zbyt wysoki poziom długu lub problemy z zachowaniem płynności finansowej. Z powyższych przyczyn przedsiębiorstwa dysponujące znacznym potencjałem rozwojowym raczej unikają emisji akcji, a kapitał pozyskują z innych źródeł. Niechęć do finansowania obiecujących projektów inwestycyjnych kapitałem akcyjnym oznacza niechęć dotychczasowych właścicieli do dzielenia się ewentualnymi zyskami z nowymi akcjonariuszami. W odmiernej sytuacji jest przedsiębiorstwo z niekorzystnymi perspektywami rozwoju. Emisja nowych akcji może w takim przypadku oznaczać zamiar podzielenia się ewentualnymi stratami.

## Zysk zatrzymany

Istotnym źródłem środków przeznaczanych na rozwój przedsiębiorstwa jest tzw. zysk zatrzymany, a więc zysk pomniejszony o dywidendę. O podziale zysku decydują akcjonariusze na walnym zgromadzeniu. Właściciele decydują, czy zysk wypłacać w formie dywidendy, czy reinwestować go w spółce. Zysk pozostawiony w spółce stanowi źródło kapitału własnego, który wykorzystywany jest dla finansowania rozwoju. Ten rodzaj kapitału nie jest darmowy, a jego koszt określany jest jako koszt alternatywny lub, inaczej mówiąc, koszt utraconych możliwości. Koszt ten związany jest z utratą korzyści, jaką mogliby uzyskać akcjonariusze, gdyby zamiast reinwestować zysk, wypłacili go sobie i przeznaczyl na inne alternatywne inwestycje.

Z danych statystycznych wynika, że w 2003 r. polskie przedsiębiorstwa wypracowały 18 mld zł zysku, podczas gdy rok wcześniej zanotowały stratę 2 mld zł. Przedsiębiorstwa sprzedają i zarabiają więcej, ale nie inwestują. Statystyki NBP wykazują z kolei wzrost depozytów. Można przypuszczać, że właściciele wątpią jeszcze w trwałość ożywienia gospodarczego, a także oczekują na skutki przystąpienia Polski do Unii Europejskiej.

## Project finance

Jedną z popularnych w świecie technik finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych jest tzw. *project finance*. Ogólnie rzecz ujmując, jest to sposób finansowania dużych i kapitałochłonnych przedsięwzięć inwestycyjnych. W dosłownym tłumaczeniu przytoczone określenie oznacza finansowanie projektu. Z lektury fachowych publikacji wynika jednak, że *project finance* jako technika finansowania charakteryzuje się pewnymi specyficznymi cechami. „Project” traktowany jest jako indywidualne przedsięwzięcie inwestycyjne, realizowane w określonym celu, w specyficznej strukturze organizacyjnej, z którym związane są dokładnie ustalone nakłady i efekty. Charakterystyczne dla *project finance* jest tworzenie nowego podmiotu gospodarczego, którego celem jest realizacja i eksploatacja inwestycji. Źródłem finansowania projektu jest dług, spłacany z wypracowanej w przyszłości nadwyżki finansowej. Zabezpieczeniem długu zazwyczaj nie są aktywa, ponieważ piec hutniczy czy blok energetyczny, ze względu na trudności ze sprzedażą, nie mogą pełnić roli atrakcyjnego zastawu. Podstawę udzielenia kredytu stanowią przewidywane nadwyżki finansowe. Uzależnienie kredytu od opłacalności projektu traktuje się jako jedną z zalet *project finance*. Można mieć wątpliwości, czy przewidywane przepływy pieniężne, nawet wyliczone precyzyjnie za pomocą wyrafinowanych metod, stanowią dla banku wystarczającą gwarancję spłaty kredytu. Jeżeli uwzględnić fakt, iż aktywa projektu nie są wystarczającym zabezpieczeniem kredytu, wymieniona zaleta staje się iluzoryczna.

W publikacjach na temat *project finance* podkreśla się, że z uwagi na skalę projektów, ich indywidualny charakter i długi okres zwrotu, wykazują one wysoki poziom ryzyka. Możliwość podziału ryzyka pomiędzy uczestników *project finance* przyjmuje się jako kolejną istotną cechę

tego sposobu finansowania inwestycji. Ograniczenie ryzyka dotyczy głównie inicjatorów projektu, natomiast gotowość do przejścia ryzyka powinni wykazać pożyczkodawcy. Banki, owszem, przejmują część ryzyka, pod warunkiem że otrzymają odpowiednie wynagrodzenie w postaci odsetek. W efekcie *project finance* jest dość kosztownym sposobem finansowania.

Należy zgodzić się z poglądem, że realizacja dużych projektów inwestycyjnych nie jest możliwa do przeprowadzenia i sfinansowania w tradycyjny sposób. Niezbędna jest w tym zakresie współpraca sektora państwowego i prywatnego. Współpraca ta polega na wspólnym finansowaniu inwestycji przez rząd bądź władze samorządowe i prywatnych przedsiębiorców.

Takie rozwiązania stosuje się w przypadku wysokich nakładów inwestycyjnych i stosunkowo niewielkich zysków, które raczej nie przyciągają prywatnego kapitału.

Przedsiębiorstwo prywatne realizuje, eksploatuje i na mocy koncesji zarządza inwestycją, a następnie, zgodnie z umową, przekazuje ją rządowi. Zaangażowanie skarbu państwa polega również na pełnieniu funkcji nadzorczej i regulacyjnej. Model ten określany jest skrótem BOT (*build – operate – transfer*). Decyzja o zastosowaniu tego modelu to pierwszy etap procesu realizacji inwestycji. Kluczowym elementem powodzenia współpracy sektora prywatnego i państwowego jest zapewnienie źródeł finansowania. Rolę tę przejmują banki, które występują jako kredytodawcy albo organizatorzy emisji obligacji. Banki nie powinny występować jako udziałowcy w celu uniknięcia konfliktu interesów.

Przy udzielaniu kredytów zasadniczą kwestią jest minimalizacja ryzyka. Spośród wielu instrumentów redukcji ryzyka wymienić można konieczność posiadania przez inwestora kapitału własnego. Z reguły przyjmuje się, że udział kapitału własnego powinien wynosić 30-50% ogółu nakładów inwestycyjnych. Od reguły tej są wyjątki. W przypadku przedsiębiorstw, które mają pewność zbytu produkcji (zapewnioną długoterminowymi kontraktami), udział ten może wynosić ok. 20%. Z kolei przedsiębiorstwom, w których jedynym kapitałem jest tzw. kapitał ludzki, kredyty powinny być udzielane nader ostrożnie.

Ograniczone ramy tego opracowania nie pozwoliły na zaprezentowanie szerokiej gamy instrumentów finansowych wykorzystywanych przez przedsiębiorstwa do uzyskiwania funduszy na rozwój. Ich pominięcie wynika z relatywnie mniejszego znaczenia jako źródeł finansowania. Należy sądzić, że w miarę rozwoju rynku kapitałowego i instytucji finansowych ich rola będzie wzrastać.

#### Literatura:

1. R. A. Brealey, S. C. Myers, Podstawy finansów przedsiębiorstw, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999
2. S. A. Ross, R. W. Westerfield, B. D. Jordan, Finanse przedsiębiorstw, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 1999
3. J. Gajdka, E. Walińska, Zarządzanie finansowe, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998

4. R. Machała, Praktyczne zarządzanie finansami firmy, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001
5. J. Czekaj, Z. Dresler, Zarządzanie finansami przedsiębiorstw, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003