

Izabela Iwanienko*

**PRÓBA PORÓWNIANIA POZYSKIWANIA
KAPITAŁU POPRZEZ EMISJE OBLIGACJI
PRZEDSIĘBIORSTW W RELACJI DO INNYCH
ŹRÓDEŁ FINANSOWANIA W POLSCE I WYBRANYCH
KRAJACH (USA, NORWEGII I HISZPANII)**

**THE TEST OF THE COMPARISON OF THE
GAINING OVER OF CAPITAL ACROSS
THE ISSUES OF THE DEBENTURES
OF UNDERTAKINGS IN REPORT TO THE OTHER
SOURCES OF FINANCING IN POLAND AND SELECT
COUNTRIES (USA, NORWAY AND SPAIN)**

Summary

The aim of present article is performance of the basic ways of satisfying of the applications of undertakings on capital financing as well as the test of the estimation of the gaining over of capital across the issues of the debentures of undertakings in report to the other exterior sources of financing of greatest undertakings on example Polish as well as of select countries (USA, Norway, Spain).

The object of research are the exterior sources of financing of undertakings (bonds, actions, bank credits, loans, short-term indebted papers, leasing) and their influence on forming of the structure of capital in undertakings in Poland as well as select lands in the world, instead the object of the research of this undertaking about established position on international markets. The assortment criterion according to which are chosen to comparisons Norway, Spain and USA leans on specific legal regulatings in this countries what influences in considerable degree on liquidity, remunerativeness as well as the investing risk in valuable papers. For the necessities of research remained used the methods of financial analysis (comparative analysis).

* mgr, Studium Doktoranckie Akademii Ekonomicznej w Krakowie.

1. Uwagi wstępne

Zmiany społeczno - ekonomiczne warunków gospodarowania kierują coraz wyraźniej uwagę na racjonalność podejmowania decyzji kadry zarządzającej podmiotów gospodarczych. Rynkowy sposób gospodarowania wymusza tę gospodarność grożąc nienadążaniem za postępem, techniką, innymi firmami, a co za tym idzie bankructwem i eliminacją z rynku. Przedsiębiorcy, którzy dokonują wyboru źródła jak najbardziej korzystnego, kierują się nie tylko kosztem uzyskania środków finansowych, choć właśnie to kryterium zazwyczaj jest najważniejsze, ale również łatwością dostępności, a także szybkością pozyskania kapitału potrzebnego do sfinansowania działalności przedsiębiorstwa tak inwestycyjnej, jak i bieżącej. Celem niniejszego artykułu jest próba oceny pozyskiwania kapitału poprzez emisje obligacji przedsiębiorstw w relacji do innych zewnętrznych źródeł finansowania największych przedsiębiorstw na przykładzie Polski oraz wybranych krajów (USA, Norwegii, Hiszpanii).

Przedmiotem badań są zewnętrzne źródła finansowania przedsiębiorstw (obligacje, akcje, kredyty bankowe, pożyczki, krótkoterminowe papiery dłużne, leasing) i ich wpływ na kształtowanie struktury kapitału w przedsiębiorstwach w Polsce oraz wybranych krajach na świecie, natomiast obiekt badań to przedsiębiorstwa o ugruntowanej pozycji na rynkach międzynarodowych. Kryterium doboru, według którego wybrano do porównań Norwęgę, Hiszpanię i USA opiera się na specyficznych uregulowaniach prawnych w tychże krajach, co wpływa w znacznym stopniu na płynność, rentowność oraz ryzyko inwestowania w papiery wartościowe. Dla potrzeb badań zostały wykorzystane metody analizy finansowej (analiza porównawcza), natomiast dane, które stanowiły podstawę łącznego wniosku (w przypadku USA okres od 1960 do 2000, Norwegii X 2001 – XI 2002, a Hiszpanii 1999-2000) zostały wybrane ze względu na kryterium największej liczby emitentów i inwestorów występujących w tymże okresie.

2. Polityka wyboru źródeł finansowania przedsiębiorstw

W praktyce wolnego rynku istnieją duże możliwości kształtowania struktury kapitału, dlatego też decyzje podejmowane przez zarządzających nie mogą być oderwane od działań kadry zarządzającej, strategii firmy, charakteru posiadanych aktywów, a także zmian koniunkturalnych. Decyzje takie podejmowane w ramach procesu kształtowania się struktury kapitału jako strategiczne decyzje finansowe wyznaczają także ogólny zakres struktury źródeł finansowania. Zmienne oraz skomplikowane warunki gospodarowania sprawiają, iż zmiany podejmowanych decyzji finansowych są spowodowane również decyzjami politycznymi. Pojęcie polityki odnosi się jednakże głównie do skali ma-

kro, a samo pojęcie polityka określane jest jako sztuka rządzenia i osiągnięcia zamierzonych celów, wskutek czego decyzje podejmowane w przedsiębiorstwie powinny wynikać z przyjętej i realizowanej strategicznej polityki finansowej przedsiębiorstw i tylko w znikomym stopniu powinny wynikać z wpływów politycznych.

Sposób zaspokajania zapotrzebowań na kapitał finansujący określa ogólną strategię przedsiębiorstwa, która jest zależna od gospodarki, w jakiej funkcjonuje przedsiębiorstwo, gałęzi oraz głównych celów strategicznych firmy. W literaturze przedmiotu wyróżnić można strategię konserwatywną, umiarkowaną lub agresywną [J. Czekaj, Z. Dresler s. 161; M. Sierpińska, D. Wędzki s.106].

Strategia konserwatywna to strategia bazująca na wykorzystaniu długoterminowego kredytu bankowego oraz długoterminowej pożyczki, jako źródła trwałego finansowania przedsiębiorstwa. Prowadzi jednak ona do wzrostu kosztów, ponieważ kredyt długoterminowy jest oprocentowany zawsze wyżej, aniżeli kredyt krótkoterminowy, a przedsiębiorstwo realizujące taką strategię pokrywa także znaczną część bieżącego zapotrzebowania ze źródeł długoterminowych, utrzymując w ten sposób wysoki poziom płynności finansowej, prowadzącej do obniżania stopy zwrotu oraz wzrostu kosztów kapitału.

Strategia umiarkowana polega na dostosowaniu długości okresu, na który pozyskiwane są kapitały do potrzeb przedsiębiorstwa, czyli część majątku sfinansowana zostanie środkami długoterminowymi, a bieżące zapotrzebowanie na środki finansowe będzie pokryte źródłami o krótkoterminowym okresie wymagalności spłaty.

Strategia agresywna jest natomiast przeciwieństwem strategii konserwatywnej. W przypadku tym polityka finansowania przedsiębiorstwa bazuje przede wszystkim na pozyskiwaniu krótkoterminowego kapitału (np. kredytu bankowego, pożyczki bankowej). Tylko nieznaczna część majątku jest sfinansowana środkami długoterminowymi. Środki pozyskane w ten sposób są elastyczne, a co za tym idzie ich wielkości łatwo dostosowują się do rzeczywistych potrzeb przedsiębiorstwa. Zaletą tejże strategii jest możliwość osiągnięcia wysokich zysków przy niższych kosztach pozyskania kapitałów oraz brak kosztów utraconych możliwości. Natomiast wadą jest większe zagrożenie utratą płynności, spowodowane trudnościami w pozyskiwaniu kolejnych kredytów przy pogarszającej się kondycji przedsiębiorstwa, co powoduje utrudnienia w terminowym regulowaniu zobowiązań.

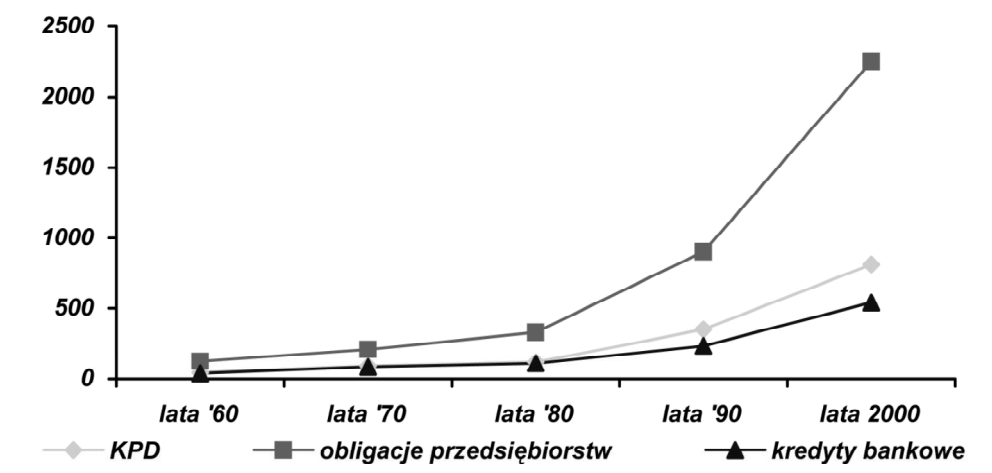
Wybór strategii wynika z celu, którego wymiar finansowy określają kategorie związane z zyskiem lub z wartością przedsiębiorstwa, czyli bogactwem właścicieli. Maksymalizacja zysku nie powinna być jednak głównym celem, do którego dążą władze przedsiębiorstwa, pomimo iż opisuje bieżącą sytuację, która wynika z podjętych wcześniej decyzji, wpływa na rentowność kapitału własnego oraz decyduje o możliwościach rozwoju. Wadą takiego podejścia, na-

stawionego na zysk jest to, iż kadra zarządzająca ma możliwość manipulacji tejże kategorii i wykazany zysk nie zawsze jest odzwierciedleniem zdolności konkurencyjnej przedsiębiorstwa [szerzej Rapaport A. s.15-27]. Najlepszym podejściem do wyboru strategii finansowania jest podejście zmierzające do zapewnienia płynności finansowej, gdyż to właśnie płynność jest tym kryterium, które pozwala na wywiązywanie się przedsiębiorstwa ze swoich zobowiązań tak bieżących, jak i przyszłych, przekłada zysk czyli iluzję na fakt, jakimi są środki pieniężne i rzeczywiste możliwości finansowe przedsiębiorstwa.

3. Struktura najpopularniejszych form finansowania działalności przedsiębiorstw na przykładzie wybranych państw

Różnice warunków gospodarczych oraz politycznych powodują, iż zarówno wartość, jak i struktura zewnętrznych źródeł finansowania przedsiębiorstw w różnych krajach przedstawia się inaczej. Poniżej zostały przedstawione przykładowe struktury najpopularniejszych form finansowania działalności przedsiębiorstw (z wyłączeniem akcji i leasingu) w USA, Hiszpanii oraz Norwegii. Wykres 1 przedstawia zadłużenie przedsiębiorstw amerykańskich z tytułu kredytu bankowego, obligacji i KPD (w mld \$).

Wykres 1. Zadłużenie przedsiębiorstw amerykańskich z tytułu kredytu bankowego, obligacji i KPD (w mld \$)



	lata '60	lata '70	lata '80	lata '90	lata 2000
KPD	42,00	90,00	119,00	351,00	810,00
obligacje przedsiębiorstw	125,00	210,00	330,00	900,00	2250,00
kredyty bankowe	38,00	84,00	109,00	234,00	540,00

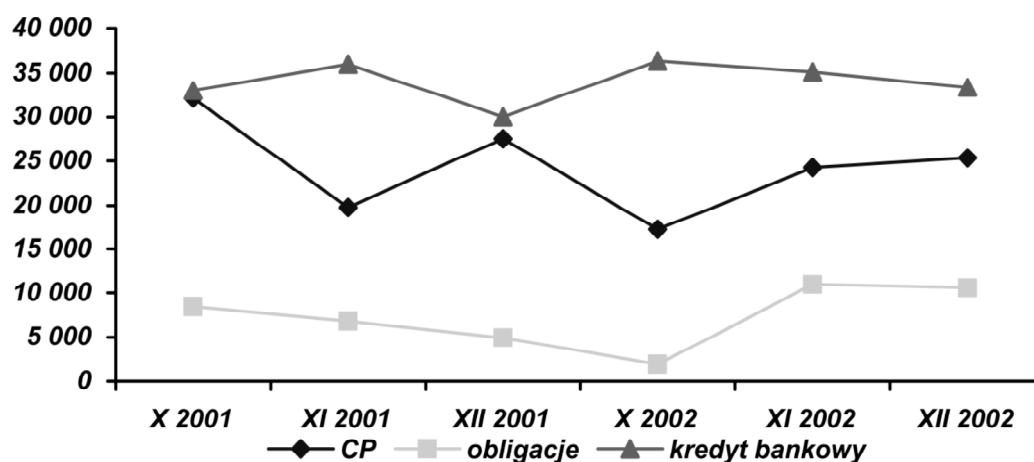
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: R. Walkiewicz, *Bankowość inwestycyjna*, Studia Finansowo Bankowe SGH, Poltext, Warszawa 2001, s.122 oraz www.federalreserve.gov, www.ny.fib.org

Jak widać na wykresie pierwszym największą popularnością w USA cieszą się obligacje, których wartość emisji stale rośnie, natomiast coraz mniej popularne są kredyty bankowe, których dynamika wartości wciąż maleje. W związku z tym, że emisje krótkoterminowych papierów dłużnych (KPD) zwanych na większości rynków commercial papers służą zazwyczaj na sfinansowanie potrzeb krótkoterminowych, alternatywną formą dla średnioterminowego i długoterminowego kredytu bankowego finansującego przedsięwzięcia inwestycyjne są obligacje. Powyższa teza wraz z wykresem sugeruje, że przedsiębiorstwa amerykańskie są nastawione na rozwój i inwestycje w długim okresie, co przekłada się w znacznym stopniu na wysokość pozyskiwania kapitału za pomocą obligacji.

W roku 2000 i 2001 nastąpił zwrot większości dłużników w kierunku krótkoterminowych rynków pieniężnych, zwłaszcza rynku krótkoterminowych papierów dłużnych. Zjawisko to wystąpiło z powodu niechętnego powiększania przez banki wartości udzielanych kredytów. Zresztą same banki w 2000 roku zorganizowały udogodnienia kredytowe na sumę 92,4 biliona \$ międzynarodowym syndykatom, udzielając wsparcia programom KPD. W porównaniu z rokiem 1999, gdzie suma ta wynosiła 59 bilionów \$, suma ta zwiększyła się o 1/3 oraz przeciętną roczną z 1992 - 1998 roku o wartości 42 bilionów \$ [B.H.Cohen s. 8-10].

W Norwegii uzyskanie upoważnienia na przeprowadzanie emisji commercial papers jest obowiązkowe i przyznawane przez Bank Centralny po uprzednim sprawdzeniu zgodności warunków danej emisji z obowiązującymi regulacjami prawnymi, co powoduje, że jest to najpopularniejsza z form finansowania działalności w tymże kraju. W przeciwieństwie do innych państw, w tym także USA, w Norwegii również inwestycje długoterminowe są finansowane zazwyczaj poprzez KPD ze względu na najniższe koszty, a także pewność ulokowanych środków, które gwarantuje Bank Centralny Norwegii. W 2001 i 2002 roku emisja KPD w Norwegii ponad czterokrotnie przewyższała emisję obligacji i była o 1/3 wyższa, aniżeli wartość udzielonych kredytów bankowych. Jedynie w grudniu 2001 roku obie wartości zrównały się. Wartość zadłużenia norweskich przedsiębiorstw stale wzrasta, zarówno z tytułu emisji obligacji, jak i krótkoterminowych papierów dłużnych. Natomiast wielkość kredytu bankowego notuje stale niewielki spadek na rzecz innych form finansowania przedsiębiorstwa. Wykres 2 przedstawia wartość zadłużenia przedsiębiorstw norweskich z tytułu emisji obligacji oraz KPD w porównaniu z kredytem bankowym w latach 2001 – 2002.

Wykres 2. Wartość zadłużenia przedsiębiorstw norweskich z tytułu emisji obligacji oraz KPD w porównaniu z kredytem bankowym w latach 2001 – 2002 w mln koron norweskich.

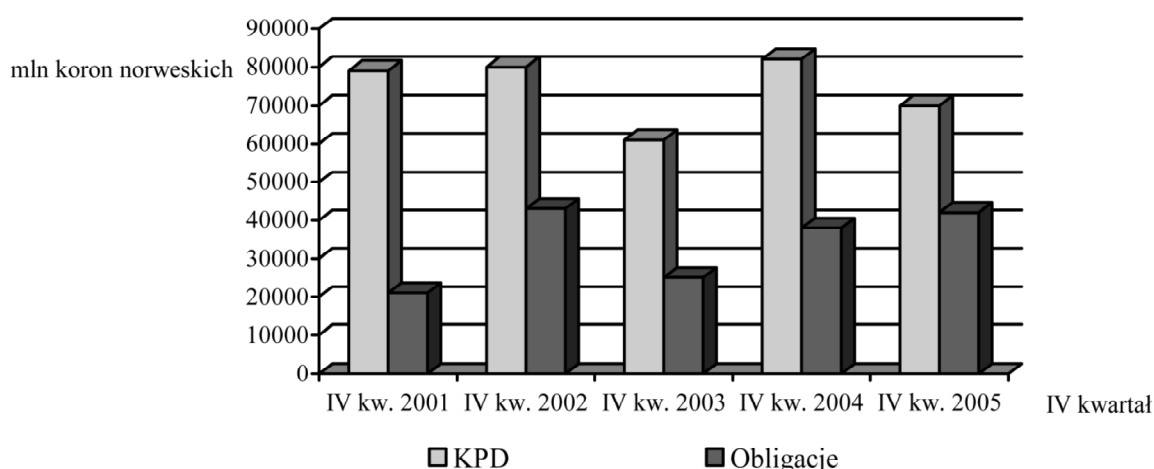


	X 2001	XI 2001	XII 2001	X 2002	XI 2002
CP	32 139	19 759	27 529	17 261	24 236
obligacje	8 427	6 810	4 946	1 897	10 969
kredyt bankowy	33 000	36 000	30 000	36 333	35 120

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: www.ssb.no

Na dość liberalnym rynku norweskim dominującą formą finansowania przedsiębiorstw były zawsze emisje krótkoterminowych papierów dłużnych. Jednakże zmniejszający się wzrost gospodarczy tak w Norwegii, jak i państwach Europy Zachodniej spowodował, że wartość tych emisji zmniejszyła się w 2005 roku o około 10% w porównaniu z rokiem 2001. Na powyższej sytuacji skorzystały przedsiębiorstwa emitujące obligacje, których wartość emisji wzrosła w 2005 roku o 100% w porównaniu z rokiem 2001. Wielkość emisji krótkoterminowych papierów dłużnych oraz obligacji emitowanych przez przedsiębiorstwa norweskie w latach 2001 – 2006 w mln koron norweskich przedstawia wykres 3.

Wykres 3. Wielkość emisji krótkoterminowych papierów dłużnych oraz obligacji emitowanych przez przedsiębiorstwa norweskie w latach 2001 – 2006 w mln koron norweskich



Źródło : Opracowanie własne na podstawie: www.ssb.no

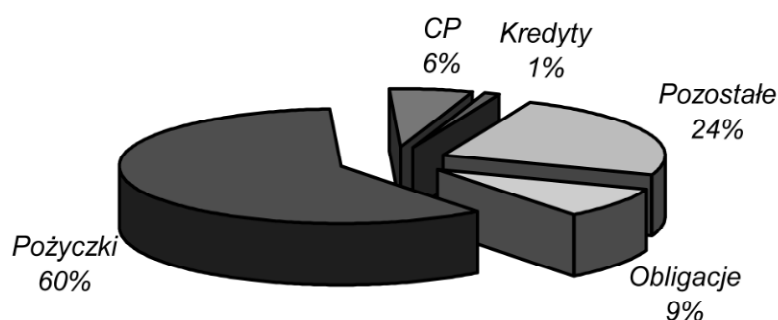
Hiszpania, podobnie jak i Francja, jest krajem o dość wysokich kosztach pozyskania kapitału i dlatego przedsiębiorcy starają się wyeliminować kredyty jako najdroższe ze swoich zewnętrznych źródeł finansowania. Tabela 1 i wykres 4 pokazuje znaczny wzrost rynku pożyczek, który staje się najtańszym kosztem pozyskania środków w Hiszpanii, a także wartość oraz strukturę najpopularniejszych form finansowania działalności przedsiębiorstw w latach 1999 - 2000.

Tabela 1. Wartość oraz struktura najpopularniejszych form finansowania działalności przedsiębiorstw w Hiszpanii w 1999 i 2000 roku

Źródło finansowania	1999 (mln Euro)	Struktura 1999 %	2000 (mln Euro)	Struktura 2000 %
Obligacje	100	8,8	100	8,8
Pożyczki	56,3	40,2	682,6	59,8
KPD	105,5	9,2	69,1	6
Kredyt	2,8	0,2	147	1,3
Pozostałe	188,5	41,6	317,2	24,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.renfe.es - Annual Raport 1999, 2000

Wykres 4. Struktura źródeł finansowania przedsiębiorstw w Hiszpanii w 2000 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych tabeli 1

4. Struktura popytu największych przedsiębiorstw na usługi finansowe w Polsce

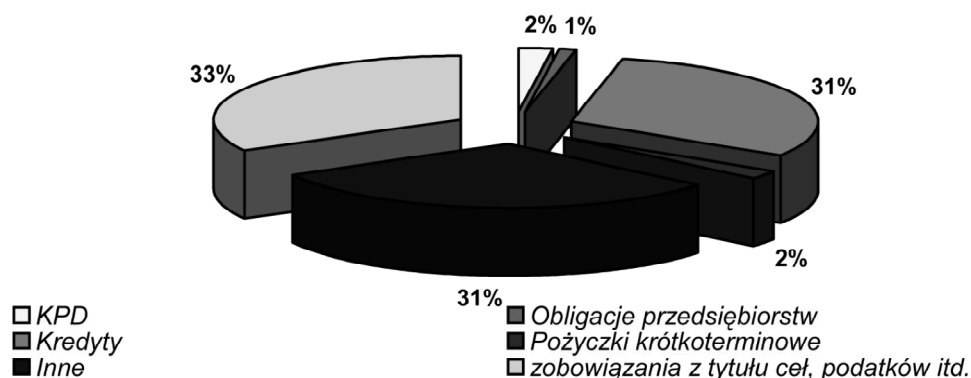
Duże przedsiębiorstwa w Polsce przy finansowaniu przedsięwzięć inwestycyjnych bazują przede wszystkim na środkach własnych. Na drugim miejscu znajdują się kredyty oraz leasing. Uwagę zwraca fakt, że pojawienie się innych źródeł finansowania, konkurencyjnych w stosunku do kredytu bankowego powoduje, iż ważnym elementem pozyskania środków staje się rynek finansowy. Co piąte przedsiębiorstwo deklaruje, że emituje lub zamierza emitować papiery dłużne [M. Penczar, s. 51]. Deklaracje 100 dużych przedsiębiorstw dotyczących źródeł finansowania działalności inwestycyjnej, które brały udział w sondażu przedstawia tabela 2. Wynika z niej, że największym powodzeniem wciąż cieszą się środki własne, z których korzysta aż 76 na 100 przedsiębiorców, a najmniejszym emisje KPD, które są osiągalne tylko dla przedsiębiorstw o znakomitej renomie.

Tabela 2. Źródła finansowania działalności inwestycyjnej dużych przedsiębiorstw w Polsce w 2000 roku (%)

Forma współpracy z bankiem	korzystam	zamierzam skorzystać	nie korzystam
Środki własne	76	5,5	18,6
Kredyty	17	15	68
Leasing	19,1	14	66,9
Emisje Akcji	11,7	14,9	73,4
Emisje KPD	9,8	9,3	80,9

Źródło: Opracowanie własne na podstawie M. Penczar, *Popyt krajowych przedsiębiorstw na usługi finansowe w perspektywie 5 lat*, „Bank” 2001 nr 9, s.51

Wykres 5. Struktura obcych źródeł finansowania przedsiębiorstw w Polsce w 2000 roku



Źródło: E. Orechwa-Maliszewska, *Emisja dłużnych papierów wartościowych jako źródło finansowania przedsiębiorstw*, Praca zbiorowa pod redakcją K. Znanieckiej, Tom II, Katowice 2002, s.236

W 2000 roku największym źródłem finansowania przedsiębiorstw były kredyty oraz zobowiązania z różnych tytułów. Obligacje stanowiły zaledwie 1 % tej struktury. Powyższy wykres wskazuje na zmniejszenie zainteresowania formą emisji obligacji przedsiębiorstw w 2000 roku na rzecz KPD oraz krótkoterminowych pożyczek.

Najbardziej popularną formą prawną emisji wśród emitentów na polskim rynku są papiery oparte na bazie Ustawy o obligacjach. Ich znaczenie ulega zwiększeniu za sprawą przewidywalnych parametrów ekonomicznych (inflacji). Coraz częściej też emitent zawiera na rzecz inwestorów umowę z zakładem ubezpieczeniowym dotyczącą ubezpieczenia ryzyka niewypłacalności emitenta. Główną zaletą „prywatnej” obligacji jest krótki czas i niskie koszty jej przygotowania. Udogodnieniem jest też fakt, że dla publicznej emisji obligacji krótszej niż rok nie jest wymagana zgoda KPW oraz umowa z bankiem, reprezentującym obligatariuszy wobec emitenta (umowa o reprezentację). Aż 75% respondentów na 130 przedsiębiorstw biorących udział w badaniu w 2005 roku odpowiedziało, iż preferuje właśnie tę formę emisji [szerzej J. Onoszko], a jako przyczynę wyboru wskazało dostępność, bezpieczeństwo inwestycji (papiery zabezpieczone), zapisy ustawowe ograniczające możliwości lokowania środków stanowiących pokrycie rezerw techniczno – ubezpieczeniowych, limity inwestycyjne dotyczące funduszy inwestycyjnych oraz - nie bez znaczenia - czytelność formy prawnej. Znacznie mniejszym zainteresowaniem cieszą się dwie pozostałe formy prawne CP, tj. walory oparte na Kodeksie cywilnym – 10% oraz Prawie wekslowym (15%).

5. Uwagi końcowe

Niektóre z przedsiębiorstw próbując obniżyć koszt kapitału obcego sięgają coraz częściej po alternatywne źródła finansowania, jakimi są w ostatnim cza-

sie KPD (krótkoterminowe papiery dłużne) oparte na różnych formach prawnych. Pomimo iż służą one przede wszystkim do krótkoterminowego zasilania przedsiębiorstwa, zostają niekiedy wykorzystywane w średnioterminowych inwestycjach. Przedstawione dane statystyczne wskazują jednak, iż najlepiej opłacalnym źródłem zewnętrznego finansowania przedsiębiorstw stają się obligacje średnioterminowe. Możliwość przewidywania inflacji oraz stabilizacja rynku sprzyja rozwojowi tej właśnie formy finansowania. Reasumując można stwierdzić, iż kształtując strukturę kapitału należy uwzględnić nie tylko oczekiwane korzyści płynące z racjonalnego wykorzystania kapitału obcego, ale również zagrożenia wynikające z nadmiernego zadłużenia - z możliwością utraty zdolności kredytowej oraz utratą zaufania pożyczkodawców i inwestorów rynku pozabankowego, co w perspektywie prowadzi do upadłości przedsiębiorstwa.

Literatura

1. Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 2006.
2. Cohen B.H., *Overview of developments. Signs of a slowdown cast a shadow over markets*, Quarterly Review, March 2001, BIS.
3. Fabozzi F.J., *Rynki obligacji. Analiza i strategię*, Wydawnictwo Finansowe Wig-Press, Warszawa 2000.
4. Karpiński P., *Rywalizacja banków o największe przedsiębiorstwa w latach 1999 - 2001*, „Bank” 2002 nr 10.
5. Onoszko J., *Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (KPD) w Polsce i w krajach wysokorozwiniętych*, „Materiały i Studia”, zeszyt 183, Warszawa 2004.
6. Orechwa-Maliszewska E., *Emisja dłużnych papierów wartościowych jako źródło finansowania przedsiębiorstw*, Tom II, Katowice 2002.
7. Penczar M., *Popyt krajowych przedsiębiorstw na usługi finansowe w perspektywie 5 lat*, „Bank” 2001, nr 9.
8. Penczar M., *Struktura popytu największych przedsiębiorstw na usługi finansowe do 2006 roku*, „Bank” 2002 nr 10.
9. Rapaport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menadżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999.
10. Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
11. Walkiewicz R., *Bankowość inwestycyjna*, Studia Finansowo Bankowe SGH, Poltext, Warszawa 2001.
12. www.ssb.no Statistics Norway 2003, 2006
13. www.renfe.es - Annual Raport 1999, 2000